

Codziennik – przegląd wiadomości

Inflacja bazowa jest kluczowa

28 lipca 2006

NBP opublikował wczoraj *Raport o inflacji* zawierający projekcję inflacji i ocenę Rady co do sytuacji ekonomicznej. Niektóre założenia przyjęte przez autorów projekcji (np. znaczące pogorszenie sytuacji w finansach publicznych w 2008 roku, silny wzrost płac) są scenariuszem raczej dość pesymistycznym a nie najbardziej prawdopodobnym. Wydaje się, że Rada Polityki Pieniężnej postrzega perspektywę inflacji nieco lepiej i może to jest powodem dla którego nie odniosła się do projekcji w komunikacie po posiedzeniu.

Członek RPP Dariusz Filar, który jest postrzegany przez rynek jako „jastrząb”, stwierdził, że jeśli w najbliższych 4-6 miesiącach inflacja bazowa będzie rosła, to Rada może rozważyć zacieśnienie polityki pieniężnej. Rynek zareagował na to stwierdzenie negatywnie, jednak nie było ono wcale takie „jastrzębie”. Jeśli poważne rozmowy o podwyżkach mają się zacząć dopiero wtedy kiedy inflacja bazowa wzrośnie, to nie należy się spodziewać podwyżki w najbliższych miesiącach. Nie zmieniamy naszych oczekiwań co do polityki pieniężnej, gdyż oczekujemy, że inflacja netto pozostanie na bardzo niskim poziomie do końca roku (nieco powyżej 1%) i poniżej celu NBP (2,5%) w roku przyszłym.

Minister finansów udzielił dwóch wywiadów (w *Dzienniku* i radiowej Trójce), w których potwierdził że dochody planowane w przyszłym roku będą o 4 mld mniejsze, jednak deficyt budżetowy pozostanie bez zmian na poziomie 30 mld. Oznacza to spadek wydatków lub wzrost innych dochodów (jak powiedział dziś premier), z ostateczną decyzją podejmie Rada Ministrów.

Gorące wydarzenia

Projekcja inflacji dość pesymistyczna

Wczoraj Narodowy Bank Polski opublikował nowy *Raport o inflacji*. Po publikacji dokumentu odbyła się konferencja prasowa, w czasie której autorzy opracowania prezentowali wyniki projekcji w szczegółach. Kluczową kwestią było wyjaśnienie przyczyn pogorszenia projekcji inflacji w całym horyzoncie projekcji, w największym stopniu w 2008 roku (centralna projekcja na IV kw. 2008 zakłada wzrost inflacji do ok. 3%, podczas gdy projekcja kwietniowa wskazywała, że będzie to 2,5%). Według *Raporu*, pierwszym głównym czynnikiem różniącym projekcję z lipca i kwietnia była znacząca poprawa sytuacji ekonomicznej w pierwszej połowie 2006, która wynikała zarówno z nowo opublikowanych danych GUS o sytuacji w gospodarce w 2005 r. i I kwartale 2006, jak również z szacunków ekspertów NBP na II kwartał opartych o te dane, jak również dane z kwietnia i maja br. (w *Raporcie* uwzględniono dane i informacje dostępne do 23 lipca).

Drugim istotnym czynnikiem powodującym różnice pomiędzy projekcją lipcową i kwietniową jest zmiana założeń nt. perspektyw fiskalnych, odzwierciedlająca wysokie prawdopodobieństwo pogorszenia sytuacji w sektorze finansów publicznych. W *Raporcie* napisano, że przewidywane wyższe tempo wzrostu PKB i dochodów budżetu, które zwiększa prawdopodobieństwo wzrostu wydatków publicznych, skłoniło autorów

Pierwszy czynnik, który doprowadził do wyższej inflacji to szybszy wzrost gospodarczy

Drugi czynnik to pogorszenie perspektyw polityki fiskalnej

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

projekcji do przyjęcia bardziej prawdopodobnej ścieżki wzrostu wydatków budżetu centralnego niż ta brana pod uwagę w projekcji kwietniowej. Szef działu analiz NBP Adam Czyżewski ujawnił jak znacząco pogorszyły się parametry polityki fiskalnej w porównaniu do poprzedniej projekcji. Przedstawia to poniższa tabela.

Założenia fiskalne (jako % PKB) w projekcji inflacji

	2006	2007	2008
Deficyt strukturalny (projekcja kwietniowa)	2,6	2,6	2,6
Deficyt strukturalny (projekcja lipcowa)	2,6	2,4	1,5
Deficyt budżetu centralnego (projekcja kwietniowa)	3,8	2,8	1,5
Deficyt budżetu centralnego (projekcja lipcowa)	3,5	2,9	2,5

Źródło: konferencja prasowa NBP

Dodatkowo, według autorów projekcji wzrost płac w gospodarce wyniesie przyspieszy znacząco w latach 2007-08 i nawet istnieje ryzyko dalszego ich wzrostu

Autorzy projekcji stwierdzili, że „istotny wzrost wydatków publicznych, który ma miejsce w obecnej projekcji, przyczynia się do przyspieszenia w 2008 r. tempa wzrostu popytu krajowego (do 6,0%) i tempa wzrostu gospodarczego (do 5,3%) ponad ścieżkę z projekcji kwietniowej, w której przewidywano wzrost popytu krajowego o 5,6% przy tempie wzrostu gospodarczego 4,8%”. Poza tym luźniejsza polityka fiskalna może się przyczynić do osłabienia złotego. Oczekuje się również, że mniej konserwatywna polityka fiskalna spowoduje poważne konsekwencje na rynku pracy: zakłada się bowiem, że jedna trzecia wydatków publicznych będzie przeznaczana na podwyżki płac w sektorze publicznym. Jednocześnie, według autorów *Raportu*, wzrost płac w sektorze publicznym o 1% przekłada się na wzrost płac w sektorze prywatnym o 0,3%. Biorąc to pod uwagę, autorzy projekcji zakładają, że wzrost płac w gospodarce wyniesie w 2008 r. 6,5-7%, czyli 1 pkt proc. więcej niż przyjmowana w projekcji z kwietnia. Dodatkowo postrzegają oni przyspieszenie wzrostu płac jako jeden z najistotniejszych czynników powodujących, że ryzyko dla projekcji jest asymetryczne w górę.

Ważniejsze niż projekcja jest to co myśli o niej większość Rady

Bardzo istotne jest jednak to, że nie jest pewne, czy członkowie RPP podzielają obawy o politykę fiskalną, a przede wszystkim o rozwój sytuacji na rynku pracy. Chociaż Rada stwierdziła w *Raporcie*, że „nie można wykluczyć, że wzrost płac w sektorze publicznym przyczyni się do wzmożonej presji płacowej w sektorze prywatnym”, to wskazała również, że czynnikiem przeciwdziałającym wzrostowi presji płacowej w średnim okresie może być wzrost elastyczności rynku pracy w Polsce. Ponadto, RPP napisała, że „oczekiwany wzrost udziału krajów o niskich kosztach wytwarzania w światowym handlu, relatywnie niski jeszcze udział tych krajów w imporcie Polski oraz nasilająca się konkurencja międzynarodowa wskazują, że dotychczas obserwowana skala spadku cen niektórych towarów importowanych może się jeszcze przez pewien czas utrzymywać”. Poza tym, Rada stwierdziła, że utrzymywanie się inflacji netto na niskim poziomie może być traktowane jako sygnał, że inflacja CPI nie będzie szybko rosła. Wszystkie te komentarze sugerują, że pewna część członków RPP prawdopodobnie postrzega średnioterminowe perspektywy inflacji bardziej optymistycznie niż wskazuje nowa projekcja inflacji i niektóre istotne założenia projekcji mogą być traktowane raczej jako scenariusz ryzyka.

... i wygląda na to, że większość członków RPP widzi ścieżkę inflacji bardziej optymistycznie

Według Filara inflacja bazowa będzie w najbliższych miesiącach kluczowa

Ponieważ RPP wydaje się podzielona jeśli chodzi o ocenę przyszłej ścieżki inflacji, nie można wykluczyć, że Rada będzie postępować wg prostej zasady zasugerowanej wczoraj przez członka RPP Dariusza Filara. Powiedział on, że RPP będzie uważnie obserwować inflację bazową w ciągu najbliższych 4-6 miesięcy zanim zdecyduje czy należy podnieść stopy procentowe czy pozostawić je bez zmian. Rynek negatywnie zareagował na tę wypowiedź, ponieważ uczestnicy rynku prawdopodobnie zinterpretowali ją jako zapowiedź podwyżki w horyzoncie 4-6 miesięcy. Tak naprawdę traktujemy jednak wypowiedź Filara jako niezbyt jastrzębi sygnał, ponieważ przyznał on otwarcie, że poważne rozważania na temat zacieśnienia polityki pieniężnej rozpoczną się, w zależności od zachowania inflacji bazowej, nie wcześniej niż za 4-6 miesięcy, w związku z czym nie należy oczekiwać wzrostu stóp w nadchodzących miesiącach. Nie zmieniamy naszej opinii nt. decyzji w polityce pieniężnej, ponieważ zakładamy, że inflacja bazowa pozostanie na bardzo niskim poziomie w tym roku (jedynie nieznacznie powyżej 1%) i poniżej celu 2,5% w przyszłym roku.

Konkluzja: Uwzględniając założenia wzięte pod uwagę przez autorów projekcji inflacji, jej wyniki wydają się być scenariuszem dość pesymistycznym, a nie najbardziej prawdopodobnym. Większość członków RPP prawdopodobnie ocenia średnioterminowe perspektywy inflacji w jaśniejszych kolorach.

Monitor rynku

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami kurs złotego pozostał w przedziale 3,90-3,93 w stosunku do euro. Po lekkim umocnieniu polskiej waluty względem euro na początku sesji z 3,915 do 3,90 nastąpiła lekka korekta do ok. 3,92, a kurs EURPLN oscylował wokół tego poziomu niemal do końca sesji, po czym spadł do 3,912. Złoty wahał się również w dosyć wąskim przedziale wobec dolara, a kurs USDPLN pozostał niemal bez zmian w stosunku do otwarcia na poziomie ok. 3,07. Po dosyć silnym umocnieniu dolara późnym wieczorem kurs USDPLN wzrósł powyżej 3,08.

Dolar osłabiał się wobec wspólnej waluty przez pierwszą część dnia, a kurs EURUSD stopniowo rósł. Waluta amerykańska umocniła się dosyć znacząco po publikacji danych o zamówieniach na dobra trwałe oraz liczbie nowych bezrobotnych, które były lepsze od oczekiwań. Jednak wkrótce potem nastąpiła korekta, a dolar osłabił się po słabszych danych z rynku nieruchomości. Późnym wieczorem dolar umocnił się wobec euro przed publikacją PKB i spadł poniżej 1,27.

Rynek długu w dalszym ciągu osłabiał, a rentowności wzrosły o kilka punktów bazowych w porównaniu do środowego zamknięcia. Na dług negatywnie wpłynęła m.in. informacja o możliwości zmniejszenia dochodów w przyszłorocznym budżecie o 4 mld zł, co zostało potwierdzone przez ministra finansów Stanisława Kluzę. Wypowiedź członka RPP Dariusza Filara o możliwym rozważeniu ewentualnych podwyżek stóp, jeśli inflacja bazowa wzrosłaby w ciągu kilku kolejnych kwartałów również przyczyniła się do lekkiego osłabienia.

Amerykański rynek obligacji pozostał niemal bez zmian w wyniku na mieszany wpływ publikowanych danych, a 10-letnia rentowności znalazły się na poziomie 5,04% blisko wczorajszego porannego poziomu 5,03%. Oczekiwania na podwyżki stóp w sierpniu w Stanach Zjednoczonych wyrażone w cenach kontraktów na stopę procentową lekko spadły. Rentowności 10-letnich Bundów spadły z 3,95% do 3,94%.

Na przetargu zamiany Ministerstwo Finansów uplasowało 1,28 mld zł obligacji PS0511 przy minimalnej cenie w przedziale 956,0-956,1 oraz 1,83 mld zł obligacji DS1015 przy minimalnej cenie między 1052,6 oraz 1052,7. Ministerstwo wykupiło w zamian 1,15 mld zł obligacji OK0806, 1,31 mld zł PS1106 oraz 0,7 mld zł OK1206.

Konkluzja: Wartość złotego nie zmienił się znacząco względem euro oraz dolara, gdyż nie pojawiły się istotne czynniki, które mogłyby sprawić wpłynąć na inwestorów, aby zajęli bardziej jednoznaczną pozycję. Rentowności obligacji kontynuowały trend wzrostowy m.in. po informacjach o niższych dochodach budżetu 2007 i komentarzu członka RPP. Dziś dane o PKB za II-gi kwartał w USA będą najistotniejsze dla rynków globalnych, a jeśli pokażą sporo niższy wzrost gospodarczy może to pozytywnie wpłynąć na aktywa rynków wschodzących i spowodować spadek EURPLN poniżej 3,9. Rynek skupi też uwagę na wskaźniku inflacji PCE.

Przegląd międzynarodowy

Na wczorajszym posiedzeniu bank centralny Czech podwyższył główną 2-tygodniową stopę repo o 25 pb do 2,25%, co było zgodne z oczekiwaniami.

Zamówienia na dobra trwałe wzrosły w czerwcu o 3,1%, co było znacznie powyżej rynkowego konsensusu (1,8%) przy spadku o 0,2% w poprzednim miesiącu. Po wykluczeniu transportu zamówienia wzrosły o 1,0%, natomiast zamówienia dóbr poza sektorem obronnym z wykluczeniem samolotów wzrosły o 0,4%.

Liczba nowych bezrobotnych spadła w poprzednim tygodniu z 305 tys. do 298k. 4-tygodniowa średnia obniżyła się o 4,25 tys. do 312.725.

Sprzedaż nowych domów spadła o 3% do 1,13 mln jednostek w ujęciu rocznym z 1,234 mln i była poniżej rynkowego konsensusu na poziomie 1,16 mln. Relacja podaży do sprzedaży nowych domów wzrosła z 5,9 miesięcy do 6,1 miesięcy.

Dziś zostanie opublikowanych kilka istotnych danych na rynku międzynarodowym, przede wszystkim amerykański PKB za II kwartał.

CZAS W-WA	REGION	WSKAŹNIK	OKRES		RYNEK	OSTATNIA WARTOŚĆ
10:00	EMU	Podaż pieniądza (W)	VI	% r/r	8,7	8,9
14:30	USA	Bazowy wskaźnik PCE (W)	II kw.	%	-	0,2
14:30	USA	Przedwstępny PKB (W)	II kw.	%	3,0	5,6
14:30	USA	Przedwstępny deflator PKB (W)	II kw.	%	3,5	3,1
15:45	USA	Finalny Michigan (W)	VII		83,0	84,9

Źródło: Reuters

Notowania złotego (27.07.2006)

	Min	Max	Otwarcie *	Zamknięcie **	Fixing
EUR	3,9000	3,9235	3,9153	3,9152	3,9117
USD	3,0650	3,0825	3,0720	3,0729	3,0725

* 8:30, ** 17:00

Notowania kursu EUR/USD (27.07.2006)

	Min	Max	Otwarcie *	Zamknięcie **
EUR/USD	1,2709	1,2772	1,2723	1,2731

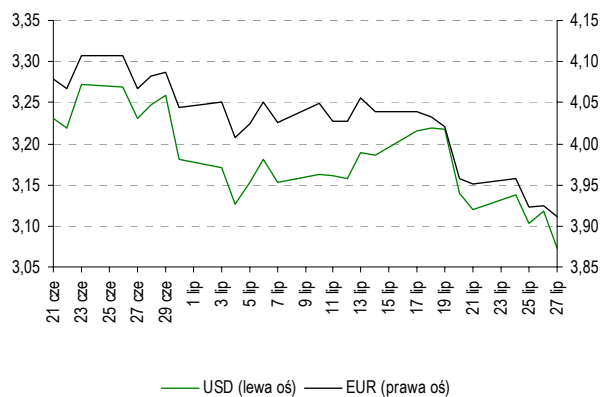
* 8:30, ** 17:00

Kursy walutowe (dzisiejsze otwarcie)

EURUSD	1,2696	CADPLN	2,7333
USDPLN	3,0849	DKKPLN	0,5225
EURPLN	3,9168	NOKPLN	0,4936
CHFPLN	2,4997	SEKPLN	0,4228
JPYPLN*	2,6508	CZKPLN	0,1369
GBPPLN	5,6669	HUFPLN*	1,3828

* za 100 jednostek

Kurs złotego



Rentowności obligacji (27.07.2006)

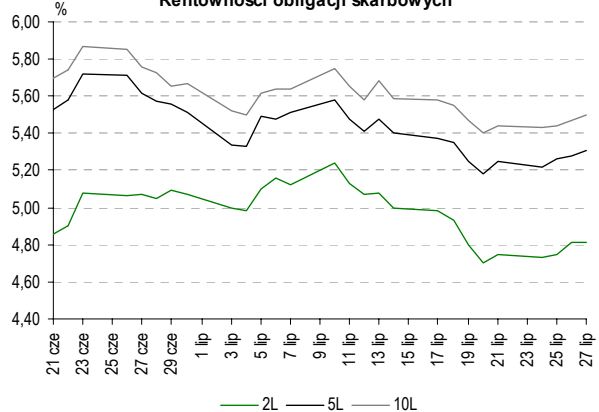
Termin	PL		USA		GER	
	Rentow. ność	Zmiana (pb)	Rentow. ność	Zmiana (pb)	Rentow. ność	Zmiana (pb)
2L	4,81	0	5,05	-1	3,52	-3
3L	5,05	1	5,01	0	3,64	-4
4L	5,25	5			3,71	-1
5L	5,31	3	4,99	0	3,72	-4
8L	5,42	4			3,89	-4
10L	5,50	3	5,04	0	3,95	-3

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



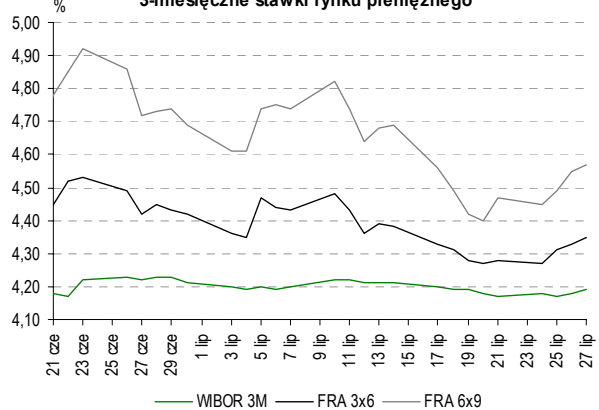
Stawki WIBOR (27.07.2006)

Termin	Stawki	Zmiana (pb)
O/N	3,81	-8
T/N	4,08	7
SW	4,11	1
2W	4,11	0
1M	4,12	1
3M	4,19	1
6M	4,26	2
9M	4,42	5
1Y	4,51	1

Stawki FRA (27.07.2006)

Termin	Średnia	Zmiana (pb)
1x2	4,12	0
3x6	4,32	2
6x9	4,54	2
9x12	4,79	1
3x9	4,45	2
6x12	4,69	2

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