

Codziennik – przegląd wiadomości

Dane dobre dla obligacji

17 lipca 2006

Piątkowe dane o CPI były dobrą informacją dla polskiego rynku długu. Inflacja w czerwcu okazała się bowiem niższa niż oczekiwano, spadając do 0,8% r/r z 0,9% r/r w maju. Potwierdziło to opinię członka RPP Andrzeja Wojtyny, że mówienie o podwyżce stóp jest obecnie przedwczesne. Jednocześnie, gospodarka nadal silnie się rozwija, co zostało potwierdzone przez lepsze niż oczekiwano wyniki budżetu po I połowie roku oraz przez kontynuację ożywienia na rynku kredytów widoczną w statystykach pieniężnych.

Przed nami tydzień ze sporą liczbą publikacji danych makroekonomicznych w kraju i za granicą, które mogą wpłynąć na oczekiwania odnośnie przyszłych decyzji banków centralnych. Jeśli chodzi o dane krajowe, powinny one naszym zdaniem wpisać się w ton piątkowej publikacji CPI, pokazując wyniki nieco niższe od konsensusu rynkowego, co będzie stanowić wsparcie dla krajowych obligacji. Jednocześnie, będą to wciąż dane spójne z prognozowaną przez nas kontynuacją silnego wzrostu gospodarczego w dalszej części roku. W przypadku danych za granicą kluczowe dla oczekiwań inwestorów będą dane inflacyjne i z rynku nieruchomości, a przede wszystkim wystąpienia szefa Fed Bena Bernanke oraz publikacja protokołu z czerwcowego posiedzenia Fed. Spodziewamy się potwierdzenia oczekiwań na przerwę w podwyżkach stóp procentowych w USA.

Nowy minister finansów Stanisław Kluza powiedział w wywiadzie opublikowanym w weekendowym wydaniu *Rzeczpospolitej*, że nie zamierza niczego modyfikować propozycji byłej minister finansów Zyty Gilowskiej i będzie kontynuował jej pracę nad zmianami w systemie obciążeń fiskalnych. Kluza powiedział, że swoje własne propozycje będzie zgłaszał dopiero po rozpatrzeniu przez parlament propozycji Gilowskiej. Poza tym, Kluza powtórzył swoją opinię, że Ministerstwo Finansów nie powinno być aktywne na rynku walutowym.

W tym tygodniu będzie miało miejsce wiele publikacji danych i innych ważnych dla rynków wydarzeń

Dziś publikacja danych o płacach i zatrudnieniu

W środę dane o produkcji i cenach produkcji

Gorące wydarzenia nowego tygodnia

W tym tygodniu zarówno w Polsce jak i za granicą opublikowanych będzie sporo danych ekonomicznych oraz innych wydarzeń, które wpłynąć mogą na oczekiwania odnośnie przyszłych decyzji banków centralnych. Jeśli chodzi o dane krajowe, powinny one naszym zdaniem dać podobny wydźwięk jak piątkowa inflacja gdyż oczekujemy wzrostu produkcji i zatrudnienia poniżej oczekiwań rynku, co może być pozytywne dla rynku obligacji. Jednocześnie, warto zaznaczyć, że dane te będą zgodne ze scenariuszem utrzymania szybkiego tempa wzrostu PKB w pozostałej części roku.

Dziś o 14-tej GUS poda dane z rynku pracy, które będą ważne z punktu widzenia decyzji RPP. Oczekujemy wzrostu zatrudnienia o 3% r/r, co jest nieco poniżej konsensusu rynkowego na poziomie 3,1%. Jednocześnie wzrost płac prognozowany jest zarówno przez nas jak i przez konsensus na poziomie 4,5% r/r, co powinno utrzymać oczekiwania na szybki wzrost konsumpcji, jednak nie stwarzającej zagrożenia dla celu inflacyjnego NBP.

W środę opublikowane zostaną dane o produkcji i inflacji PPI. Według naszej prognozy (wzrost o 8,2% r/r) czerwcowy wzrost był niższy od majowego (19,1%), jednak wynikało to tylko z liczby dni roboczych. Nasza prognoza jest poniżej konsensusu rynkowego, więc jeśli się zmaterializuje może być to

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

Za granicą uwaga rynków skupiona będzie na wystąpieniach Bena Bernanke oraz publikacji protokołu z czerwcowego posiedzenia Fed

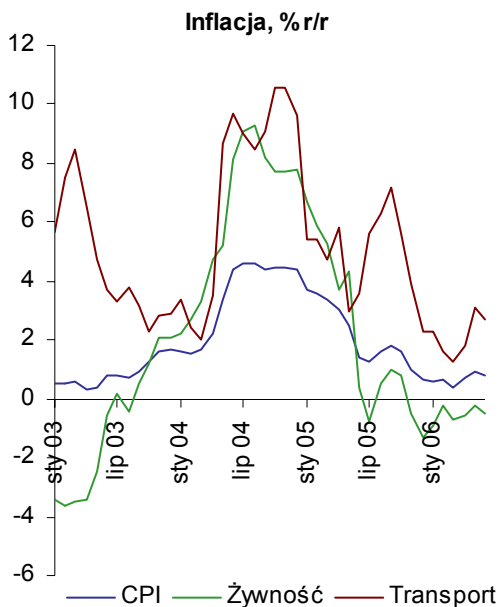
pozytywna informacja dla rynku stopy procentowej. Dane o PPI będą zapewne o mniejszym znaczeniu dla rynku. Oczekujemy wzrost o 2,2% r/r, a rynek średnio o 2,3%.

Na rynkach zagranicznych najważniejsze wydają się przemówienia Bena Bernanke (w środę szef Fed wygłosi przemówienie przed Senacką Komisją Bankowości) oraz publikacja sprawozdania z czerwcowego posiedzenia Fed (w czwartek). Również dane z amerykańskiego rynku pracy oraz dane inflacyjne będą kluczowe jeśli chodzi o oczekiwania co do przyszłych zmian stóp procentowych. Według nas możemy zobaczyć pewną sugestię co do możliwej przerwy w podwyżkach. W strefie euro tydzień powinien upłynąć względnie spokojnie, a najważniejsze dane to niemiecki wskaźnik ZEW (we wtorek), który będzie pierwszą wskazówką co do aktywności ekonomicznej w czerwcu.

Konkluzja: Ważny tydzień dla polskiego rynku z kilkoma istotnymi publikacjami danych. Również za granicą kilka danych oraz wydarzeń związanych z polityką Fed będą kluczowe dla kursu EURUSD, który pozostanie zapewne również pod wpływem wydarzeń geopolitycznych.

Gorące wydarzenia

Inflacja nadal bardzo niska



Piątkowe dane o inflacji – niższe od oczekiwań - były pozytywne dla krajowego rynku stopy procentowej. Podczas gdy najbardziej optymistyczne były szacunki Ministerstwa Finansów, zakładające na utrzymanie się inflacji na poziomie 0,9% r/r, a konsensus rynkowy wskazywał na delikatny wzrost inflacji do 1,0% r/r, w rzeczywistości roczne tempo wzrostu cen spowolniło w czerwcu do 0,8% po spadku cen w ciągu miesiąca o 0,3%. Jak zwykle w miesiącach letnich, do miesięcznych spadków cen przyczyniły się ceny żywności, które były niższe o 1,1% niż w maju. Poza tym, dość nieoczekiwanie spadek o 0,3% m/m zanotowały ceny paliw. Jednocześnie zachowanie cen innych składników koszyka konsumpcyjnego nie pokazało żadnych oznak nasilenia presji inflacyjnej. W rezultacie, inflacja netto (CPI po wyłączeniu cen żywności i paliw) wyniosła w czerwcu wg naszych szacunków 1% r/r, czyli pozostała na poziomie z maja. Pokazuje to, że fundamentalna presja inflacyjna pozostaje stłumiona. Dlatego naszym zdaniem piątkowe dane o inflacji potwierdziły pogląd zaprezentowany w minionym tygodniu przez członka RPP Andrzeja Wojtynę, który stwierdził, że rozmowa o podwyżkach stóp w Polsce jest przedwczesna. Członkowie RPP z tzw. „gołębiej” frakcji również zabrali głos w minionym tygodniu, wypowiadając się mniej więcej w tym samym tonie. Jan Czekaj powiedział w piątek, że nie ma ryzyka, iż inflacja przekroczy w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej cel na poziomie 2,5%, a zostanie on osiągnięty dopiero pod koniec 2007 r. Stanisław Nieckarz wyraził opinię, że nie ma żadnych powodów, aby zmieniać stopy procentowe przed końcem 2007 r.

Oczekujemy, że w ciągu kilku najbliższych miesięcy inflacja pozostanie poniżej 1% r/r, a na koniec roku może wzrosnąć do ok. 1,5% r/r. Jednocześnie oczekujemy, że inflacja netto pozostanie w tym czasie na poziomie ok. 1% r/r. i przy takim przebiegu procesów inflacyjnych w najbliższym półroczu trudno wyobrazić sobie podwyżkę stóp procentowych w

Polsce. Co więcej, nawet jeśli założymy pesymistyczny scenariusz, w którym ceny żywności rosną dużo szybciej (przeciętnie o 1% w okresie wrzesień-grudzień po umiarkowanych spadkach o przeciętnie 0,5% w okresie lipiec-sierpień), a ceny paliw nadal znacznie rosną (choć niższy kurs USDPLN może łagodzić ten efekt), to inflacja byłaby tylko umiarkowanie powyżej 2%, a przypomnijmy, że cel inflacyjny NBP wynosi 2,5%.

Konkluzja: Piątkowe dane o inflacji, które pokazały brak oznak presji popytowej na ceny, potwierdziły pogląd zaprezentowany ostatnio przez Andrzeja Wojtynę z RPP, że mówienie o podwyżkach stóp w Polsce jest obecnie przedwczesne.

Dobre dane budżetowe

Oficjalne dane budżetowe Ministerstwa Finansów były lepsze od wcześniejszych wskazówek płynących z resortu, gdyż realizacja deficytu po czerwcu wyniosła tylko 57,8% całorocznego planu, wobec oczekiwań na poziomie 59-60%. Dochody osiągnęły 47,3% planu a wydatki 48,7%. Co istotne, zysk z NBP w wysokości ponad 1 mld zł w tym roku jest przekazywany dopiero w lipcu. Wyłączając jednak ten efekt (w roku 2005 ponad 4 mld było przekazane w czerwcu), wzrost dochodów w pierwszej połowie roku wyniósł w ujęciu rocznym wyniósł 12,2% i 11% w samym czerwcu, co jest powyżej planowanego wzrostu dochodów w całym roku na poziomie 8,6%. Jeśli chodzi o wpływy z podatków pośrednich, które stanowią najważniejsze źródło dochodów, ich roczny wzrost wyniósł 9,8% w I poł. roku i 7,6% w czerwcu, wobec założonego wzrostu na poziomie 10,6%. Jednak inne elementy zdołały zapełnić powstałą dziurę, w szczególności nadwyżka powstała w podatkach od osób prywatnych (wzrost o 16,8% w I poł. wobec planu 6,9%), a oprócz tego mamy do czynienia z wyższymi dochodami z dywidend i z jednostek budżetowych. Jeśli chodzi o stronę wydatkową, to według wiceminister finansów Elżbiety Suchockiej-Roguskiej nastąpiło pewne opóźnienie w ich realizacji, więc w kolejnych miesiącach można oczekiwać wyraźniejszego wzrostu.

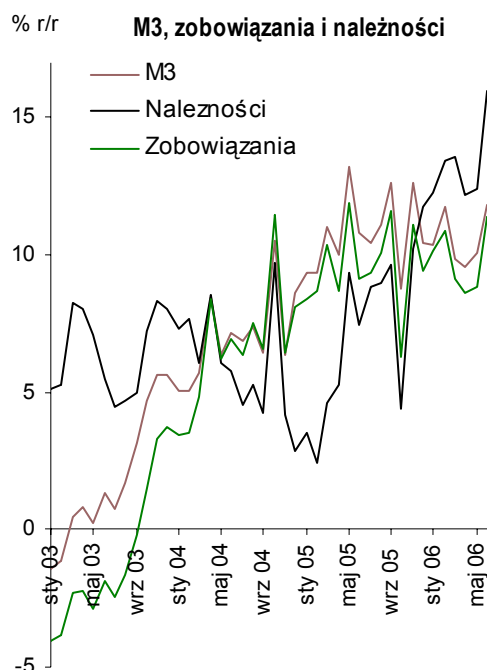
Konkluzja: Deficyt budżetu niższy od oczekiwanego, bez wpływu na rynek, który skoncentrowany jest na planowaniu budżetu na rok przyszły i kolejny.

Wyższa aktywność kredytowa, przyspieszenie M3

Wzrost podaży pieniądza M3 wyniósł w czerwcu 11,8% r/r, co było poniżej naszej prognozy na poziomie 11,7%, nie wspominając o konsensusie rynkowym (11,3%). Rynek kredytowy wzrósł o 16% r/r (12,4% w maju), co było związane z szybkim wzrostem w przypadku gospodarstw domowych (28,8% r/r w porównaniu z 20,5% miesiąc wcześniej). Właściwie kredyty gospodarstw domowych rosną o 5 mld złotych co miesiąc od marca tego roku, co w znacznej mierze wynika z wyższego popytu w segmencie kredytów mieszkaniowych. Popyt ten wzmożony mógł być w ostatnich miesiącach przez oczekiwaną zmianę regulacji wprowadzających od 1 lipca większe restrykcje w przyznawaniu kredytów mieszkaniowych w walutach obcych. Kredyty dla firm przyspieszyły w czerwcu do 5,1% z 4,3% miesiąc wcześniej i oczekujemy, że ten proces będzie stopniowo kontynuowany. Na

Deficyt budżetowy po raz kolejny niższy niż oczekiwano

Nie widzimy zagrożeń dla realizacji tegorocznego budżetu



rynku depozytów również widoczne był ożywienie w przypadku zarówno firm jak i osób prywatnych - odpowiednio o 5 mld (5,6% r/r) i ok. 1 mld (21,7% r/r).

Konkluzja: Dane potwierdzają wysoką aktywność ekonomiczną, choć za przyspieszenie kredytu odpowiada głównie sektor mieszkaniowy.

Monitor rynku

Złoty zyskał w piątek zarówno względem euro jak i dolara. Kurs EURPLN spadł z 4,048 na otwarciu do 4,027 na zamknięciu sesji, natomiast kurs USDPLN spadł z 3,198 do 3,187. Polską walutę wsparła poprawa nastawienia inwestorów zagranicznych do rynków wschodzących.

Pomimo słabszych od oczekiwań danych z amerykańskiej gospodarki opublikowanych w piątek dolar zyskał nieco na wartości względem wspólnej waluty z 1,266 rano do 1,263 na zamknięciu polskiej sesji. Umocnienie dolara było po części wynikiem konfliktów na Bliskim Wschodzie oraz napięcia między Japonią oraz Koreą Północną, gdyż waluta amerykańska jest w dalszym ciągu uważana za jedno z bezpieczniejszych aktywów.

Inflacja CPI była poniżej rynkowego konsensusu, co przyczyniło się do umocnienia na krajowym rynku obligacji, a rentowności spadły o 8-10 pb w porównaniu do czwartkowego zamknięcia. Rynek wsparły też komentarze członka RPP Stanisława Nieckarza, który stwierdził, że nie ma żadnych powodów by zmieniać stopy procentowe do końca następnego roku. Umocnienie rynków bazowych po słabszych od oczekiwań danych z gospodarki amerykańskiej (sprzedaż detaliczna, indeks Michigan) spowodowało lekką poprawę nastawienia do rynków wschodzących z powodu spadających oczekiwań odnośnie dalszego zacieśniania polityki pieniężnej w USA i przyczyniło się również do spadku rentowności na rynku polskim. Rentowności 10-letnich Treasuries minimalnie spadły z 5,08% na czwartkowym zamknięciu do 5,07% (oraz do 5,05% dziś rano), z kolei rentowności 10-letnich Bundów spadły z 4,02% do 3,98%. Bundy były wsparte również przez komentarz członka EBC Jose Manuela Gonzalez-Paramo, który nieco zmniejszył oczekiwania na podwyżkę stóp w strefie euro podczas najbliższego posiedzenia w sierpniu.

Konkluzja: Złoty umocnił się względem głównych walut. Rentowności obligacji spadły o kilka punktów bazowych po niższej od oczekiwań inflacji CPI, głębiej wypowiedzi członka RPP oraz umocnieniu na rynkach bazowych po publikacji danych w USA. Dziś inwestorzy skupią uwagę na statystykach z rynku pracy oraz dosyć znaczących danych publikowanych za granicą.

Przegląd międzynarodowy

Sprzedaż detaliczna w Stanach Zjednoczonych spadła w czerwcu o 0,1% m/m, podczas gdy analitycy rynkowi oczekiwali wzrostu o 0,4% m/m. W poprzednim miesiącu sprzedaż wzrosła o 0,1% m/m.

Indeks nastrojów konsumentów Michigan spadł w lipcu do 83 z 84,9 w czerwcu. Indeks warunków spadł do 100,8 z 105,0, natomiast indeks oczekiwań konsumentów obniżył się do 71,6 z 72,0.

Dziś nastąpi publikacja kilku ważnych danych zagranicą.

CZAS W-WA	REGION	WSKAŹNIK	OKRES		RYNEK	OSTATNI AWARTO ŚĆ
11:00	EMU	Finalny HICP	V	% r/r	2,5	2,5
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych	VI	%	81,9	81,7
15:15	USA	Produkcja przemysłu	VI	% m/m	0,4	-0,1

Źródło: Reuters

Notowania złotego (14.07.2006)

	Min	Max	Otwarcie *	Zamknięcie **	Fixing
EUR	4,0240	4,0481	4,0481	4,0270	4,0390
USD	3,1802	3,2000	3,1980	3,1870	3,1861

* 8:30, ** 17:00

Notowania kursu EUR/USD (14.07.2006)

	Min	Max	Otwarcie *	Zamknięcie **
EUR/USD	1,1632	1,1685	1,2656	1,2632

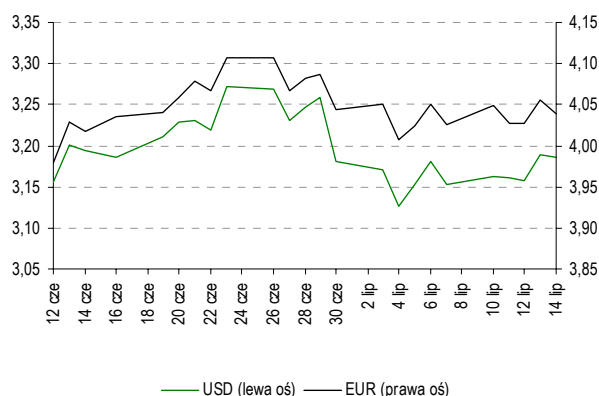
* 8:30, ** 17:00

Kursy walutowe (dzisiejsze otwarcie)

EURUSD	1,2632	CADPLN	2,8320
USDPLN	3,1962	DKKPLN	0,5414
EURPLN	4,0370	NOKPLN	0,5114
CHFPLN	2,5899	SEKPLN	0,4380
JPYPLN*	2,7465	CZKPLN	0,1418
GBPPLN	1,2632	CADPLN	2,8320

* za 100 jednostek

Kurs złotego



— USD (lewa oś) — EUR (prawa oś)

Rentowności obligacji (14.07.2006)

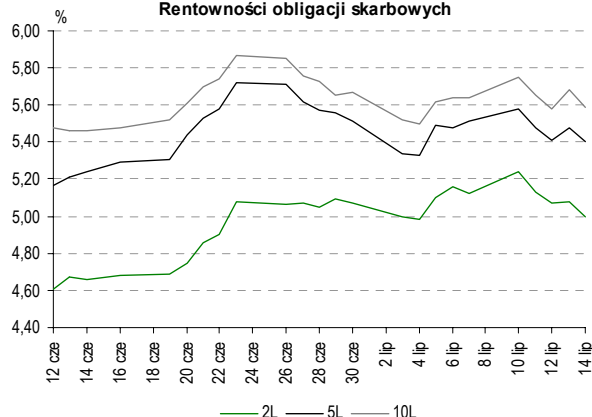
Termin	PL		USA		GER	
	Rentow. ność	Zmiana (pb)	Rentow. ność	Zmiana (pb)	Rentow. ność	Zmiana (pb)
2L	5,00	-8	5,10	-2	3,52	-4
3L	5,18	-10	5,06	-1	3,65	-5
4L	5,33	-9			3,69	-6
5L	5,40	-8	5,03	0	3,74	-7
8L	5,48	-8			3,91	-7
10L	5,59	-9	5,07	0	3,98	-6

Aukcje obligacji

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

* w tym aukcja uzupełniająca

Rentowności obligacji skarbowych



— 2L — 5L — 10L

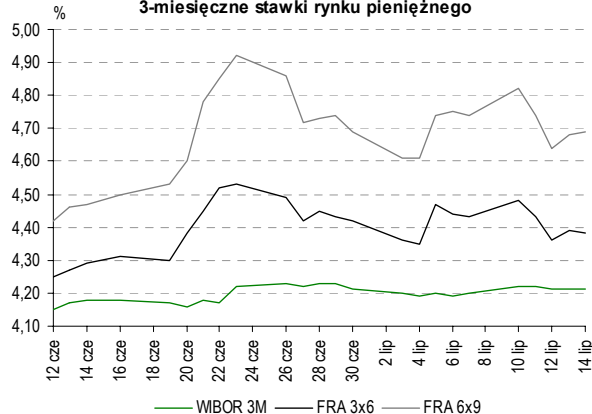
Stawki WIBOR (14.07.2006)

Termin	Stawki	Zmiana (pb)
O/N	4,10	4
T/N	4,10	0
SW	4,11	1
2W	4,11	0
1M	4,12	0
3M	4,21	0
6M	4,35	0
9M	4,51	1
1Y	4,65	0

Stawki FRA (14.07.2006)

Termin	Średnia	Zmiana (pb)
1x2	4,16	4
3x6	4,35	-1
6x9	4,66	1
9x12	4,95	-1
3x9	4,53	0
6x12	4,84	0

3-miesięczne stawki rynku pieniężnego



— WIBOR 3M — FRA 3x6 — FRA 6x9

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