



ERNEST PYTLARCZYK TEL. 829 0166
 MARCIN MAZUREK TEL. 829 0183
 RADOSŁAW CHOLEWIŃSKI TEL. 829 1207
 WOJCIECH TRZEPIZUR TEL. 829 0188
 E-MAIL: research@brebank.com.pl

STRON: 5



Daily Letter

poniedziałek, 21 kwietnia 2008

Kalendarium danych

Polska i dane z zagranicy o potencjalnym wpływie na rynek krajowy

PONIEDZIAŁEK 21.04	
BRAK ISTOTNYCH DANYCH	
WTOREK 22.04	
10:00	(POL) Sprzedaż detaliczna [marzec]; prognoza BRE 22,6% r/r , konsensus 21,0% r/r , poprzednio 23,8% r/r <i>Dobre wskazania koniunktury dla detalu, dodatkowo sprzedaż może być zwiększona poprzez efekt świąt (w zeszłym roku święta wypadły w kwietniu). Rewaloryzacja rent i emerytur może dodatkowo zwiększać wskaźnik.</i>
14:00	(POL) Inflacja bazowa „netto” [marzec]; prognoza BRE 2,7-2,8% r/r , konsensus 2,7% r/r , poprzednio 2,5% r/r <i>Wzrosty inflacji „netto” generowane są przez koszty użytkowania mieszkania i inne kategorie, w których wzrosty powoli zaczynają odzwierciedlać wpływ wyższych cen energii. Warto odnotować wzrost cen w kategorii „odzież i obuwie” – jest to potwierdzenie możliwości odwrócenia trendu, o czym pisaliśmy już wcześniej.</i>
16:00	(USA) Sprzedaż domów na rynku wtórnym [marzec]; konsensus 4,96 mln , poprzednio 5,03 mln
ŚRODA 23.04	
9:00	(HUN) Sprzedaż detaliczna [luty]; poprzednio -3,0% r/r
10:00	(EMU) PMI w przemyśle [kwiecień]; konsensus 51,7 pkt. , poprzednio 52,0 pkt.
10:00	(EMU) PMI w usługach [kwiecień]; konsensus 51,4 pkt. , poprzednio 51,6 pkt.
CZWARTEK 24.04	
10:00	(GER) Indeks IFO [kwiecień]; konsensus 104,4 pkt. , poprzednio 104,8 pkt. <i>Oczekujemy, że gwałtownie niższy odczyt indeksu ZEW nie znajdzie potwierdzenia w sentymencie przedsiębiorców. Obniżenia ocen możemy się spodziewać w handlu hurtowym i detalicznym; producenci będą prawdopodobnie formułować podobne oceny jak przed miesiącem.</i>
14:00	(POL) „Minutes” RPP
14:30	(USA) Nowo zarejestrowani bezrobotni [tydz. do 5.04]
14:30	(USA) Zamówienia na dobra trwałe [marzec]; konsensus -0,5% m/m , poprzednio -1,7% m/m
14:30	(USA) Sprzedaż nowych domów [marzec]; konsensus 585 tys. , poprzednio 590 tys.
PIĄTEK 25.04	
16:00	(USA) Indeks Michigan [kwiecień]; konsensus 64,0 pkt. , poprzednio 63,2 pkt. (p) <i>Zaufanie konsumentów znajduje się na historycznie niskich poziomach charakterystycznych dla wcześniejszych recesji (w 2001 roku indeksy znajdowały się na wyższym poziomie). Dalsze obniżenie aktywności na rynku pracy będzie w dalszym ciągu ograniczać wydatki konsumentów.</i>

Makroekonomia

Zaskakujące dane o produkcji przemysłowej i PPI

Oceniamy, że w marcu dynamika produkcji została również w dużym stopniu zakłócona przez efekt świąt wielkanocnych.

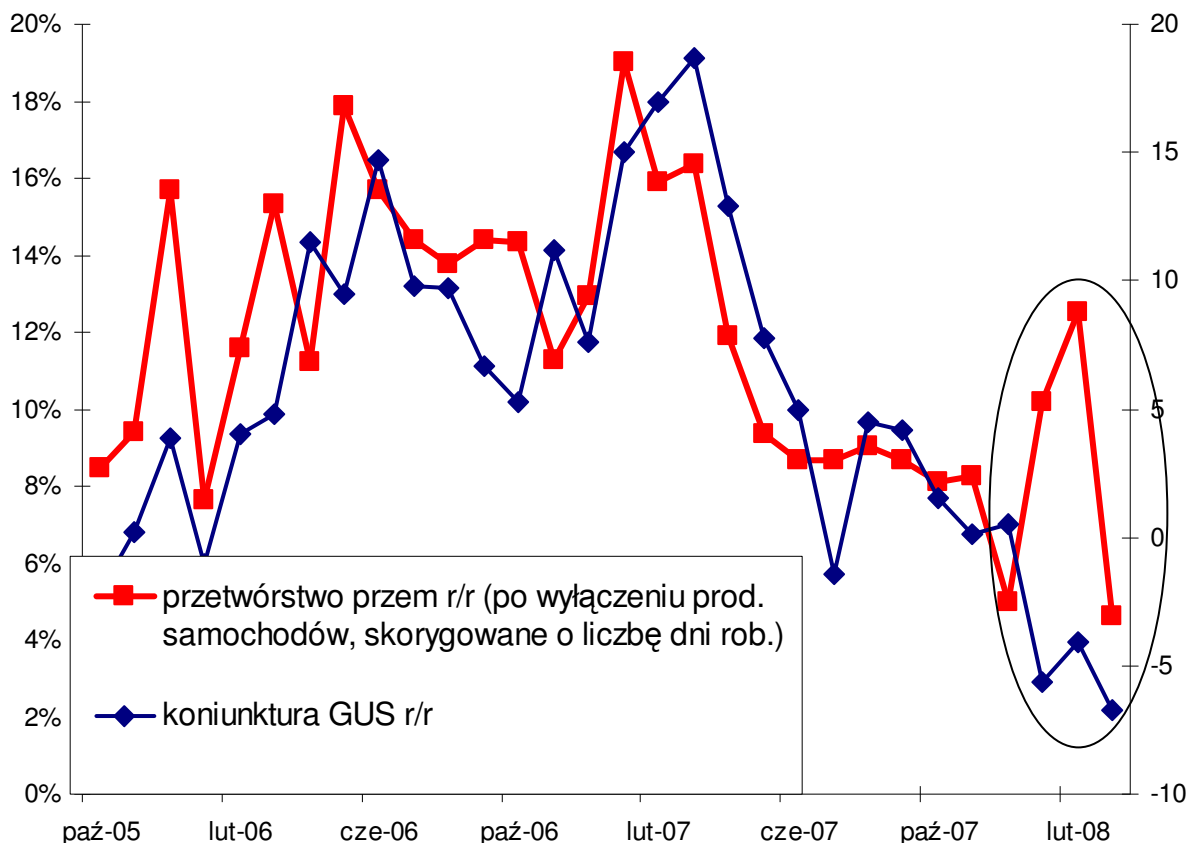
Prognozujemy, że w kolejnych miesiącach odsezonowana dynamika produkcji przemysłowej powinna być zbliżona do 5-7% r/r

Dynamiki produkcji spadają

Dynamika produkcji przemysłowej za marzec zaskoczyła nawet największych pesymistów. W ujęciu rocznym produkcja przemysłowa wzrosła zaledwie o 0,9% (oczekiwano 8,3% r/r) wobec 15% r/r zanotowanych w lutym. Znacznie lepiej wygląda dana skorygowana o wpływ dni roboczych (wzrost o 6,1% r/r). Rozbicie wskazuje, że niższe dynamiki zanotowano niemal we wszystkich sekcjach (dodatnia dynamika zanotowana została jedynie w 11 z 29 sekcji. Na podstawie dostępnych danych nie można stwierdzić, czy spadek dynamiki produkcji powodowany był mocnym złotym i niższym eksportem. Wskaźnik PMI wskazuje raczej na stabilizację dynamik eksportu). Sytuacja w marcu przypomina do złudzenia grudzień 2007, kiedy to odnotowano gwałtowne spadki dynamik w przemyśle. Przypomnijmy, że po tych spadkach nastąpiły rekordowe wzrosty produkcji w styczniu i lutym 2008. **Wzrosty te nie były jednak potwierdzone równie dobrymi odczytami koniunktury, co z dzisiejszej perspektywy sugerować mogłoby niepewność co do ich trwałości. W okresie kilkumiesięcznym trend na wskaźniku produkcji i wskaźnikach koniunktury powinien być zbliżony (patrz wykres poniżej).** Oceniamy, że w marcu dynamika produkcji została również w dużym stopniu zakłócona przez, trudny do oszacowania, efekt świąt wielkanocnych. Prognozujemy, że w kolejnych miesiącach odsezonowana dynamika produkcji przemysłowej powinna być zbliżona do 5-7% r/r. Wyraźniejszych oznak spadku dynamiki PKB i produkcji przemysłowej spodziewamy się w II połowie roku bieżącego i roku 2009.

PPI niżej od oczekiwań na poziomie 2,9% r/r

Dynamika cen producentów na poziomie 2,9% r/r okazała się dużym zaskoczeniem dla nas (prognoza 3,5% r/r) i dla konsensusu rynkowego (3,2% r/r). Głównym kontrybutorem niższej dynamiki agregatu okazała się kategoria "wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę", w której ceny zmieniły się jedynie o 0,1% w ujęciu miesięcznym. Badanie przeprowadzone wśród głównych dostawców energii elektrycznej wskazywało na kolejny miesięczny wzrost cen w tej kategorii w granicach 2-3%. Niższy od oczekiwań okazał się także miesięczny przyrost cen w przetwórstwie przemysłowym równy 0,2% - to najniższa dynamika cen tej kategorii od analogicznego miesiąca 2001 roku. W obecnej sytuacji (szybko rosnące płace i ceny surowców) odczyt należy odczytać raczej jako przejściową anomalię - gwałtowne obniżenie popytu skutkowałoby w krótkim okresie szybkim i krótkotrwałym podniesieniem cen ukierunkowanym na utrzymanie krótkookresowej zyskowności produkcji. Dostosowania w przeciwnym kierunku są możliwe dopiero w dłuższym okresie.



Reakcja członków RPP na dane produkcji

Zaskakujące dane o produkcji przemysłowej wywołały lawinę wypowiedzi członków Rady.

Najbardziej jastrzębie opinie zaprezentował M. Noga i H. Wasilewska-Trenkner. W opinii obojga głosujących stopy powinny być podwyższone już w kwietniu, przy czym Wasilewska-Trenkner zwraca szczególną uwagę na fakt, że dynamika płac znacznie wyprzedza wzrost wydajności.

S. Skrzypek wskazał, że RPP pozostaje w fazie zacieśnienia monetarnego, jednak nie oznacza to podwyżek stóp. Prezes NBP obawia się mocnego złotego, który pozostając poniżej poziomu 3,5 może szkodzić polskim eksporterom. S. Skrzypek podkreślił także konieczność współpracy rządu w walce z inflacją, co uczyniłoby ten proces mniej kosztownym (prawdopodobnie znowu powraca temat obniżek stawek podatku akcyzowego na drożące ceny usług objętych deregulacją).

Również zdaniem S. Nieckarza, M. Pietrewicza i S. Owsiaka RPP powinna się na razie wstrzymać z podwyżkami stóp procentowych. Nieckarz zwraca szczególną uwagę na wysoki kurs złotego, który szkodzi eksporterom; sądzi także, że dalsze podwyżki stóp procentowych nie są efektywne, gdyż coraz większa część zadłużenia Polaków denominowana jest w walutach obcych. S. Nieckarz uważa, że ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy jest obecnie przeszacowane, a wysokie tempo wzrostu płac wynika wyłącznie z procesu realnej konwergencji. Co ciekawe, zdaniem Nieckarza możliwe byłby nawet obniżki stóp procentowych, gdyby złoty dalej się umacniał. M. Pietrewicz uważa, że jest na razie zbyt wcześnie, aby wyciągać wnioski z pojedynczej danej. RPP powinna zająć stanowisko „obserwacji neutralnej” – nie zmieniać stóp i obserwować gospodarkę. S. Owsiak z kolei

oddala podwyżki w czasie do czerwca, kiedy zostanie opublikowana nowa projekcja inflacyjna. Sądzi on, że Rada powinna brać pod uwagę rosnący dysparytet stóp procentowych, wzrost gospodarczy w kraju i możliwe spowolnienie dynamiki PKB w strefie euro w II połowie roku.

Pomimo iż uważamy, że zasadnicze powody wzrostu presji inflacyjnej (wzrost płac przekraczający wydajność, podwyższone oczekiwania inflacyjne, deregulacja cen kontrolowanych) pozostają nadal aktualne RPP może po danych o produkcji być znacznie mniej skłonna do podwyżki stóp na najbliższym posiedzeniu (większość członków RPP wysoką wagę przywiązuje do kwestii wzrostu gosp.). Na oczekiwania mogą mieć jednak pewien wpływ publikacje danych o inflacji netto i sprzedaży detalicznej (obie dane powinny okazać się wybitnie propodwyżkowe).

Prawdopodobieństwo podwyżki stóp w kwietniu oceniamy obecnie na nieco powyżej 50%. Uważamy, że wynik debaty wewnątrz RPP nie jest ciągle zdeterminowany (nie wypowiedzieli się kluczowi dla decyzji Sławiński i Czekaj). Część RPP może opowiadać się za przesunięciem decyzji do czasu publikacji projekcji w czerwcu (należy jednak podkreślić, że ze względu na punkt zamknięcia projekcji, zazwyczaj jest to 25 dzień miesiąca, projekcja ta nie uwzględni oficjalnych danych o PKB za I kw.). Jeśli zaś doszłoby do kwietniowej podwyżki stóp zostałaby ona z pewnością odebrana przez uczestników rynku (oraz analityków) jako ostatnia w cyklu.

Patrząc na scenariusz wyceniany przez rynek (maksymalnie jedna podwyżka w tym roku i agresywne obniżki poczynając od 1 kw. 2009) wydaje się nam, że rynek przede wszystkim przecenia możliwości szybkich obniżek stóp; wzrost inflacji okaże się uporczywy (drugi etap deregulacji w energetyce w 2009, wzrost inflacji netto i oczekiwań inflacyjnych) i obejmie również rok 2009.

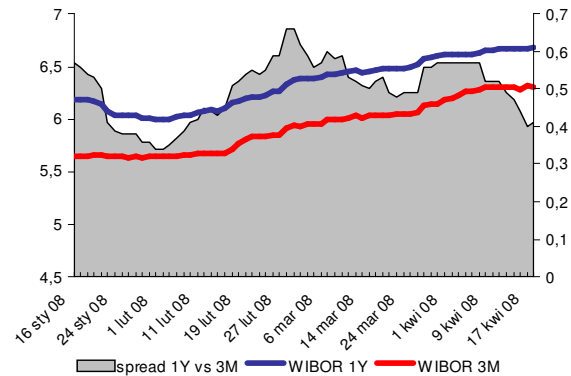
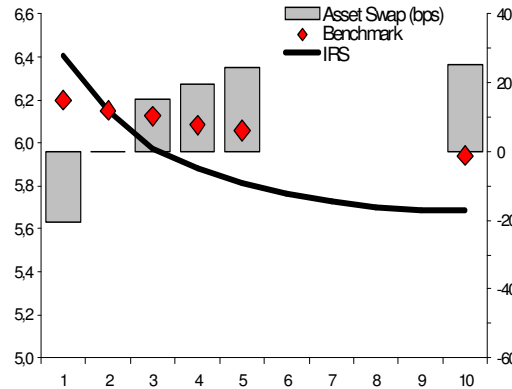
Posiedzenie RPP, 30. kwietnia

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone według krzywej OIS*)
Podwyżka o 25 bps	50%
Stopy bez zmian	50%
Obniżka o 25 bps	0%

* OIS – Overnight Index Swap

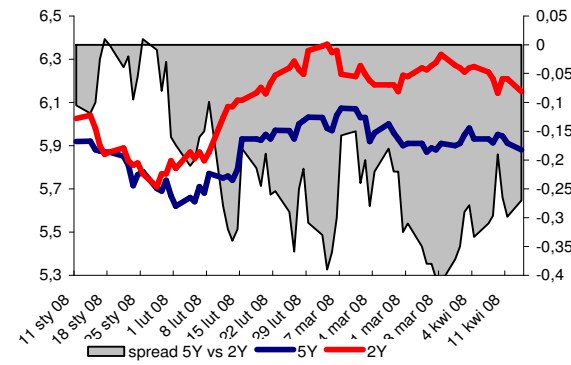
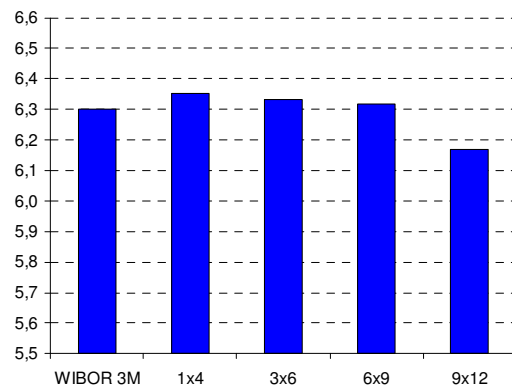
Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	6,38	6,44
2Y	6,13	6,17
3Y	5,96	6,00
4Y	5,87	5,91
5Y	5,80	5,84
6Y	5,75	5,79
7Y	5,71	5,75
8Y	5,69	5,73
9Y	5,67	5,71
10Y	5,67	5,71



depo	BID	ASK
ON	5,75	5,95
1M	5,97	6,17
3M	6,10	6,30

FRA	BID	ASK
1x2	6,15	6,20
1x4	6,30	6,35
3x6	6,28	6,33
6x9	6,27	6,32
9x12	6,12	6,17



UWAGA!

NINIEJSZE OPRAWOWANIE STANOWI WYRAZ NAJLEPSZEJ WIEDZY AUTORÓW POPARTEJ INFORMACJAMI Z KOMPETENTNYCH RYNKOWYCH ŹRÓDEŁ. JEDNAKŻE NIE MOŻEMY GWARANTOWAĆ ICH PEŁNEJ WIARYGODNOŚCI I KOMPLETNOŚCI. WSZELKIE OCENY ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE WYRAŻAJĄ NASZE OPINIE W DNIU WYDANIA RAPORTU I MOGĄ BYĆ ZMIENIONE PRZEZ AUTORÓW BEZ UPRZEDNIEGO POWIADOMIENIA. INFORMACJE, NA KTÓRE POWOŁUJĄ SIĘ W NINIEJSZYM OPRAWOWANIU AUTORZY NIEKONIECZNIE POZOSTAJĄ W ZGODZIE Z OPINIAMI BRE BANKU. KWOTOWANIA WSKAZANE W OPRAWOWANIU SĄ ŚREDNIMI POZIOMAMI ZAMKNIĘCIA RYNKU MIĘDZYBANKOWEGO Z DNIA POPRZEDNIEGO I MAJĄ CHARAKTER WYŁĄCZNIE INFORMACYJNY. NIE SĄ ZATEM PORADĄ, REKOMENDACJĄ, OFERTĄ DOTYCZĄCĄ KUPNA LUB SPRZEDAŻY INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH I NIE NALEŻY ICH TAK TRAKTOWAĆ. PROGNOZY WSKAZANE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE NIE GWARANTUJĄ OSIĄGNIĘCIA ZYSKÓW PRZEZ INWESTORA DZIAŁAJĄCEGO NA ICH PODSTAWIE. AUTORZY OSWIADCZAJĄ, ŻE INWESTOR NIE POWINIEN DZIAŁAĆ WYŁĄCZNIE NA PODSTAWIE NINIEJSZEGO OPRAWOWANIA, BEZ ZASIĘGNIĘCIA NIEZALEŻNEJ PROFESJONALNEJ PORADY INWESTYCYJNEJ. JAKAKOLWIEK ODPOWIEDZIALNOŚĆ BRE BANKU SA, JEGO ZARZĄDU, PRACOWNIKÓW, WSPÓŁPRACOWNIKÓW, KOOPERANTÓW, AGENTÓW Z TYTUŁU PODJĘCIA PRZEZ JAKĄKOLWIEK OSOBĘ DZIAŁAŃ LUB ZANIECHAŃ W ZWIĄZKU Z NINIEJSZYM OPRAWOWANIEM JEST WYŁĄCZONA. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRAWOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRZEDNIĄ PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.