



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

Daily Letter

piątek, 23 maja 2008

STRON: 6

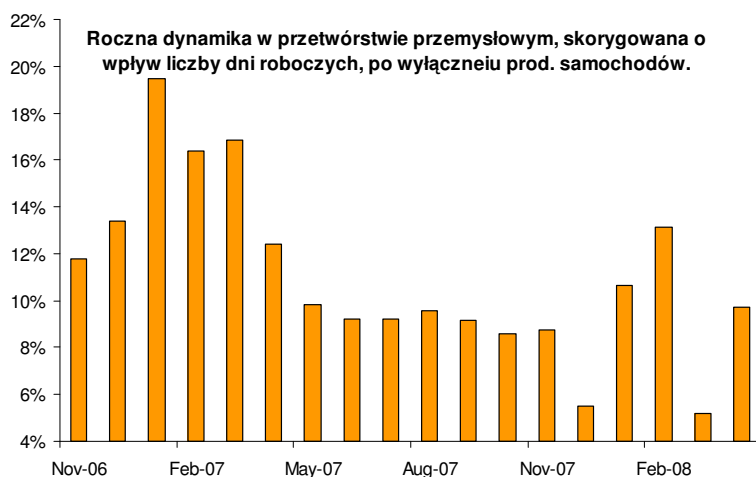
Makroekonomia

Lepsze dane o produkcji przemysłowej i niższe ceny producentów

W kolejnych miesiącach, zgodnie z trendem na wskaźnikach koniunktury, oczekujemy spadku dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu, przy czym już w maju wskaźnik produkcji sprzedanej przemysłu będzie znacznie zaniżony przez niższą liczbę dni roboczych.

Po bardzo niskiej dynamice produkcji przemysłowej w marcu (0,9% r/r), kwiecień zgodnie z oczekiwaniami przyniósł jej znaczny wzrost w ujęciu rocznym, do 14,9%. Znaczne wzrosty produkcji nastąpiły praktycznie we wszystkich (25 z 29) sekcjach przemysłu (produkcja w przetwórstwie przemysłowym wzrosła o 15,7% r/r). **Należy podkreślić, że na wyższą dynamikę częściowo wpływ miała większa liczba dni roboczych w kwietniu** w porównaniu do roku ubiegłego (efekt ten działał w odwrotnym kierunku w marcu). Dziwi nas jednak wysoki, aż 11,9% r/r wzrost produkcji po korekcie o czynniki sezonowe (w poprzednim miesiącu wzrost ten oszacowano na 6,1%). Tak duża zmienność wskaźników odsezonowanych może wskazywać na nieprecyzyjność tych oszacowań. W kolejnych miesiącach, zgodnie z trendem na wskaźnikach koniunktury, oczekujemy spadku dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu, przy czym już w maju wskaźnik produkcji sprzedanej przemysłu będzie znacznie zaniżony przez niższą liczbę dni roboczych.

W maju spodziewamy się nieco wyższego odczytu inflacji PPI, który łącznie z inflacją CPI może generować silne oczekiwania na wzrost presji inflacyjnej.



Dynamika cen producentów na poziomie 0,1% m/m (2,5% r/r) okazała się mniej więcej zgodna z naszymi oczekiwaniami i nieco niższa od konsensusu rynkowego (2,7% r/r). **Wcześniejsze przesłanki w postaci znacznego umocnienia kursu walutowego oraz relatywnie niższych cen ropy naftowej i większości surowców, ujawniły się w pełni w większości kategorii:** w przetwórstwie przemysłowym ceny nie zmieniły się w

ujęciu miesięcznym, a przyrost roczny wyniósł 1,9% r/r; niewielki wzrost równy 0,2% m/m (9,3% r/r) odnotowano w górnictwie, natomiast ceny w kategorii "wytworzenie i zaopatrzenie w energię elektryczną, gaz i wodę" wzrosły na przestrzeni miesiąca o 0,7% (5,8% r/r), głównie jako wynik zmian taryf poszczególnych dostawców. **Dynamika cen producentów w ujęciu rocznym i miesięcznym powoli wygasa, niemniej jednak zakończenie szybkiej aprecjacji złotego oraz kolejny szok w postaci rekordowo wysokich cen ropy naftowej mogą w najbliższym miesiącu odwrócić tę tendencję** - w maju spodziewamy się nieco wyższego odczytu, który łącznie z inflacją CPI może generować silne oczekiwania na wzrost presji inflacyjnej.

Dzisiejsze dane mają pozytywny wpływ na rynek długu (obecnie dominuje przekonanie co do trwałości wzrostu gospodarczego a przy niższym niż oczekiwano wzroście cen producenta, rynek zapomniał na chwilę o wzrostach inflacji netto). **Dane o produkcji przemysłowej (w zasadzie w konsensusie) stwarzają RPP większe pole manewru, w tym możliwość przełożenia podwyżki stóp na czerwiec.**

Inflacja bazowa „netto” powoli, ale wciąż rośnie

Inflacja bazowa „netto” przyspieszyła w kwietniu do 2,8% r/r (z 2,7% odnotowanych miesiąc wcześniej) wpisując się tym samym w prognozowany przez nas środek przedziału 2,8-2,9% (dokładny odczyt za kwiecień wyniósł 2,848%). Wzrost tej miary inflacji to przede wszystkim wynik podwyżek cen w kategoriach „restauracje i hotele” a także „inne towary i usługi” oraz „zdrowie”; jest to tym samym potwierdzenie, że wzrosty cen energii rozlewają się na pozostałe elementy koszyka a presja popytowa staje się coraz bardziej widoczna w sektorze usług (najbardziej pracochłonnym).

W kolejnym miesiącu spodziewamy się, że inflacja bazowa „netto” osiągnie poziom 3,2-3,3% - przekroczenie bariery 3% może mieć w tym przypadku psychologiczne znaczenie dla samej Rady i uczestników rynku.

Dynamika miesięczna wszystkich miar inflacji bazowej w zasadzie nie uległa zmianie w stosunku do poprzedniego miesiąca (nieznacznemu spowolnieniu z 0,3% do 0,2% uległa inflacja „netto”). Wśród wskaźników podawanych w horyzoncie rocznym należy zauważyć silne wzrosty w inflacji liczonej po wyłączeniu cen o największej zmienności: obecnie 4,3% r/r, co oznacza, że to właśnie **najbardziej zmienne elementy koszyka przyczyniają się do obniżania odczytów inflacji CPI – „uporczywy” charakter ma większość obserwowanych obecnie wzrostów cen.**

W kolejnym miesiącu spodziewamy się, że inflacja bazowa „netto” osiągnie poziom 3,2-3,3% - przekroczenie bariery 3% może mieć w tym przypadku psychologiczne znaczenie dla samej Rady i uczestników rynku. Dziś o godzinie 14:00 opublikowane zostaną „Minutes” z ostatniego posiedzenia RPP. Dyskusja była prawdopodobnie burzliwa – wiele uwagi poświęcono z pewnością sferze realnej (nieoczekiwany spadek produkcji przemysłowej), która skłoniła RPP do zajęcia postawy wyczekującej. **Z dzisiejszej perspektywy dyskusja na Radzie może się wydawać już nieco mniej aktualna – świetny wynik produkcji przemysłowej i znów szybko rosnące płace sprawiają, że de facto znów jesteśmy w punkcie wyjścia.**

Wyniki przedsiębiorstw niefinansowych lepsze, wskaźniki ekonomiczne gorsze

Z opublikowanych przez GUS danych wynika, że zysk netto wykazało w I kwartale 66,9% ogółu przedsiębiorstw niefinansowych (przed rokiem odsetek ten wyniósł 69%). Zagregowana nadwyżka przychodów nad kosztami utrzymała się, jednak pierwsza kategoria

Wydaje się, że obecnie udział w zyskach tracą przede wszystkim przedsiębiorstwa małe, wyrosłe na fali wzrostu gospodarczego; firmy duże radzą sobie zdecydowanie lepiej, co pozwoli utrzymać korzystne tempo wzrostu gospodarczego.

odnotowała nieco niższy wzrost niż druga, co zaowocowało pogorszeniem wskaźnika poziomu kosztów z całokształtu działalności (94,2% wobec 93,9% rok wcześniej). Struktura rodzajowa kosztów przesunęła się nieznacznie w kierunku usług obcych (wzrost udziału o 0,9 pp.) i wynagrodzeń (wzrost udziału o 0,6 pp.). Choć poziom sprzedaży eksportowej był wyższy niż przed rokiem, jej udział w przychodach netto ze sprzedaży zmniejszył się; **skurczył się także odsetek przedsiębiorstw eksportujących, które odnotowały zysk netto (71,7% wobec 76,3% przed rokiem).**

Na uwagę zasługuje przede wszystkim obniżenie wszystkich wskaźników rentowności. Choć przedsiębiorstwa w dalszym ciągu generują zyski, koszty rosną coraz szybciej. **Przesunięcia w strukturze rodzajowej kosztów mogą mieć w najbliższym czasie względnie trwały charakter; szczególnie biorąc pod uwagę coraz zacieśniający się rynek pracy, który w dalszym ciągu zachęca pracowników do wysuwania żądań płacowych.** Patrząc na wyniki spółek giełdowych nie sposób oprzeć się wrażeniu, że swój udział w zyskach tracą przede wszystkim przedsiębiorstwa małe, które wyrosły na fali boomu gospodarczego i były dotychczas siłą napędową gospodarki. Przedsiębiorstwa duże radzą sobie zdecydowanie lepiej – z tego właśnie powodu diagnozowane przez niektóre wskaźniki koniunktury zmniejszenie tempa wzrostu PKB nie będzie głębokie.

Niespodziewany wzrost indeksu Ifo

Dobre wyniki finansowe spółek oraz wysoka pozycja konkurencyjna na światowych rynkach pozwolą gospodarce niemieckiej przetrwać najbliższe kwartały obniżonego popytu.

Nie po raz pierwszy nastroje przedsiębiorców okazały się znacznie lepsze od ocen analityków (obrazowane spadkiem indeksu ZEW). Indeks Ifo osiągnął w maju poziom 103,5 pkt. rosnąc z 102,4 pkt. odnotowanego przed miesiącem. Na zwiększenie wartości indeksu złożyły się obydwie składowe: dotycząca oceny sytuacji bieżącej oraz oczekiwań. **Najwyższe wzrosty zaufania odnotowano w przypadku przetwórstwa przemysłowego – jest to widoczny znak, że firmy niemieckie tego typu są dobrze zabezpieczone przed zmianami kursu walutowego a wytwarzane przez nie produkty cieszą się niesłabnącym uznaniem na zagranicznych rynkach.**

Ostatnie odczyty indeksu Ifo plasują się w lekko spadkowym, średnio-terminowym trendzie. Może to oznaczać, że po bardzo dobrych wynikach I kwartału gospodarka powoli traci impet; będzie to jednak bardzo łagodne wyhamowanie: dobre wyniki finansowe spółek oraz wysoka pozycja konkurencyjna na światowych rynkach pozwolą gospodarce niemieckiej przetrwać najbliższe kwartały obniżonego popytu. Weryfikacją odczytu indeksu Ifo będą publikowane dziś (godzina 10:00) wskaźniki PMI dla przemysłu i usług.

FOMC „Minutes”

Ukierunkowany na inflację komunikat oraz duży bufor bezpieczeństwa stworzony przez zestaw prognoz w momencie podejmowania decyzji sugerują zakończenie cyklu obniżek stopy Fed funds.

Sprawozdanie z ostatniego posiedzenia Komitetu Otwartego Rynku sugeruje, że obecnie zagrożenia dla wzrostu gospodarczego bilansują się z negatywnymi perspektywami wzrostów cen; być może nawet wysokie oczekiwania inflacyjne (w momencie posiedzenia ankietowani wskazywali jeszcze na poziom 4,8%, w obecnym miesiącu oczekiwania podskoczyły do 5,2% - zauważmy, że mimo spadku inflacji headline CPI przesuwają funkcję celu lekko w kierunku stabilizacji cen. **Na najbliższych posiedzeniach nie dojdzie już najprawdopodobniej do dalszych obniżek stóp procentowych.**

Znacznie obniżone perspektywy wzrostu gospodarczego w 2008 roku (ścieżka centralna pokazuje na tempo wzrostu PKB rzędu 0,3-1,2%; styczniowe prognozy wskazywały na 1,3-2,0%) oraz podwyższenie szacunku stopy bezrobocia (5,5-5,7% w tym

roku oraz 5,2-5,7% w nadchodzącym) sugerują, że FOMC ma obecnie dość spory bufor bezpieczeństwa w zakresie najbliższych publikacji danych realnych. **Jednocześnie zwiększone szacunki inflacji bazowej PCE** (2,2-2,4% w tym roku oraz 1,9-2,1 w następnym), które plasują się obecnie zbyt wysoko względem *comfort zone*, nie pozwolą na dalsze obniżki stopy Fed funds, priorytetem pozostaną zatem operacje płynnościowe.

Posiedzenie RPP, 28. maja

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone według krzywej OIS*)
Podwyżka o 25 bps	30%
Stopy bez zmian	70%
Obniżka o 25 bps	0%

* OIS – Overnight Index Swap

Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,3836	2,1522

EUR/USD 1,5725 EUR/JPY 163,70 EUR/PLN 3,4090 USD/PLN 2,1680

Lepszy od oczekiwań indeks Ifo spowodował, że euro umocniło się do miesięcznego maksimum wobec dolara. Dziś uwaga inwestorów będzie skierowana na wstępne publikacje indeksów PMI dla strefy euro – znaczne odchylenie w dół od konsensusu może zniechęcać kupujących euro; z uwagi na mocne perspektywy zakończenia cyklu obniżek przez Fed oraz relatywnie niską wycenę samego dolara spodziewamy się dziś korekty na EUR/USD.

Na rynek złotego powróci dziś płynność. Nie wydaje się jednak, że publikacja „Minutes” z posiedzenia RPP będzie miała duże znaczenie dla kursu (silny opór na poziomie 3,42/43). Ostatnie wyższy odczyt produkcji przemysłowej oraz wciąż wysoki wzrost płac sprawiają, że wracamy do punktu wyjścia a dyskusja o niskich miesięcznych danych przestaje być aktualna.

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Korekta w toku, prawdopodobny test poziomów wsparcia 1,5680/50; poniżej 1,5630/20 możliwe stoplosy na długich pozycjach w euro.. czemu sprzyja również zbliżający się weekend.

wsparcie	opór
<u>1,5680</u>	<u>1,5815</u>
<u>1,5630</u>	<u>1,5785</u>
<u>1,5590</u>	<u>1,5760</u>



Źródło: Reuter

Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Przy powrocie płynności na rynek wyprzedaż złotego powinna być już ograniczona; możliwy test oporu 3,4155 (silny poziom oporu powyżej 3,4200/35 – prawdopodobne zlecenia eksporterów).

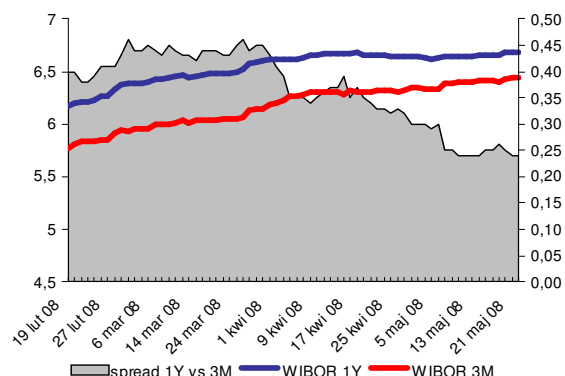
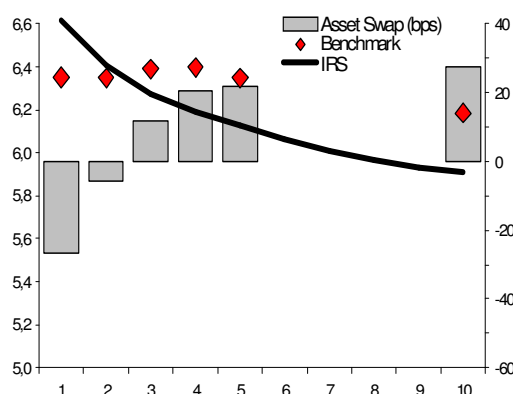
wsparcie	opór
3,4070	3,4300
3,4000	3,4235
3,3930	3,4155



Źródło: Reuters

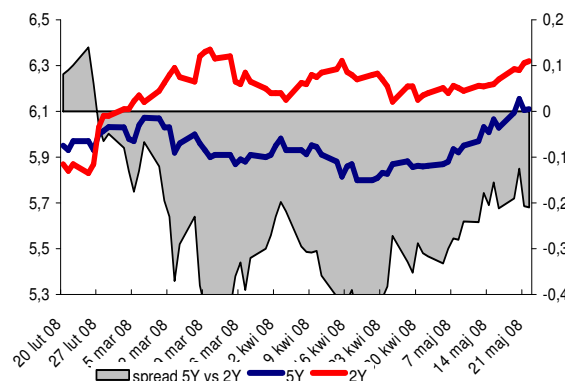
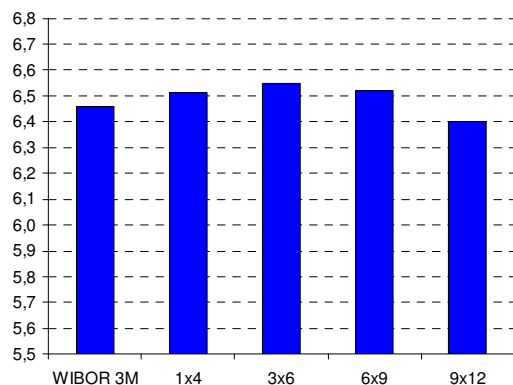
Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	6,60	6,64
2Y	6,39	6,43
3Y	6,26	6,30
4Y	6,17	6,21
5Y	6,11	6,15
6Y	6,05	6,09
7Y	5,99	6,03
8Y	5,95	5,99
9Y	5,91	5,95
10Y	5,89	5,93



depo	BID	ASK
ON	5,85	6,05
1M	6,06	6,26
3M	6,26	6,46

FRA	BID	ASK
1x2	6,24	6,31
1x4	6,46	6,51
3x6	6,50	6,55
6x9	6,47	6,52
9x12	6,35	6,40



KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPRIEDNIO
EMU	10:00	PMI w przemyśle	Maj	-	50,3 pkt.	50,7 pkt.
EMU	10:00	PMI w usługach	Maj	-	51,7 pkt.	52,0 pkt.
POL	14:00	„Minutes” RPP				
USA	16:00	Sprzedaż domów	Kwiecień	-	4,85 mln	4,93 mln

UWAGA!

NINIEJSZE OPRACOWANIE 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 UPRIEDZIEŃNIEGO POWIADOMIENIA. INFORMACJE, NA KTÓRE POWOŁUJĄ SIĘ W NINIEJSZYM OPRACOWANIU AUTORZY NIEKONIECZNIE POZOSTAJĄ W ZGODZIE Z OPINIAMI BRE BANKU. KWOTOWANIA WSKAZANE W OPRACOWANIU 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 OŚWIADCZAJĄ, ŻE INWESTOR NIE POWINIEN DZIAŁAĆ WYŁĄCZNIE NA PODSTAWIE NINIEJSZEGO OPRACOWANIA, BEZ ZASIĘGNIĘCIA NIEZALEŻNEJ PROFESJONALNEJ PORADY INWESTYCYJNEJ. JAKĄKOLWIEK ODPOWIEDZIALNOŚĆ BRE BANKU SA, J EGO ZARZĄDU, PRACOWNIKÓW, WSPÓLPRACOWNIKÓW, KOOPERANTÓW, AGENTÓW Z TYTUŁU PODJĘCIA PRZEZ JAKĄKOLWIEK OSOBĘ DZIAŁAŃ LUB ZANIECHAŃ W ZWIĄZKU Z NINIEJSZYM OPRACOWANIEM JEST WYŁĄCZONA. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRIEDZINIĄ PISEMNIĄ ZGODĄ AUTORÓW.