

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

STRON: 6



Daily Letter

poniedziałek, 2 czerwca 2008

Kalendarium danych

Polska i dane z zagranicy o potencjalnym wpływie na rynek krajowy

PONIEDZIAŁEK 02.06	
9:00	(POL) PMI [maj]; prognoza BRE 51,3 pkt. , poprzednio 50,6 pkt.
10:00	(POL) Prognoza inflacji MinFin [maj]; prognoza BRE 4,4% (dane GUS) , konsensus 4,3% , poprzednio 4,0% <i>Oczekujemy w maju utrzymania sezonowego wzorca wzrostów cen żywności. W kierunku wyższego odczytu działają wyższe ceny paliw (3,5% m/m) oraz podwyżki cen kontrolowanych (gazu i energii elektrycznej). Spodziewamy się inflacji bazowej „netto” na poziomie 3,3%.</i>
10:00	(EMU) PMI w przemyśle [maj]; konsensus 50,5 pkt. , poprzednio 50,5 pkt. (p)
16:00	(USA) ISM w przemyśle [maj]; konsensus 48,0 pkt. , poprzednio 48,6 pkt. <i>Po piątkowych wyższych danych na temat indeksu Chicago PMI (który brany jest bezpośrednio pod uwagę przy ostatecznych wyliczeniach ISM) oczekiwania rynkowe przesuną się prawdopodobnie nieco wyżej. Uważamy, że publikacja nie przyniesie przełomu odnośnie pozycjonowania gospodarki na dolnym odcinku cyklu koniunkturalnego; można się natomiast spodziewać istotnego wzrostu komponentu cenowego.</i>
WTOREK 03.06	
11:00	(EMU) PKB [I kw.]; konsensus 2,2% r/r , poprzednio 2,2% r/r (p)
16:00	(USA) Zamówienia w przemyśle [kwiecień]; konsensus -0,1% m/m , poprzednio 1,3% m/m
ŚRODA 04.06	
10:00	(EMU) PMI w usługach [maj]; konsensus 50,6 pkt. , poprzednio 50,6 pkt. (p)
16:00	(USA) ISM w usługach [maj]; konsensus 51,0 pkt. , poprzednio 52,0 pkt. <i>Dane o wydatkach konsumentów na usługi nie pokazują znacznego ich ograniczenia (stylizowane fakty cyklu stanowią, że wydatki na usługi są jedną z najbardziej gładkich kategorii konsumpcyjnych). Spodziewamy się stopniowego ograniczenia aktywności w sektorze usług; głównym jednak problemem pozostaną jednak wydatki na dobra trwałe i inwestycje.</i>
CZWARTEK 05.06	
13:00	(GBR) Decyzja Banku Anglii; konsensus 5,0% , poprzednio 5,0% <i>Globalne problemy inflacyjne stanowią na dzień dzisiejszy wystarczającą przeciwwagę dla nadchodzącego spowolnienia ze strony rynku domów, zwłaszcza że obecne szacunki efektu majątkowego wskazują, że jest on znacznie mniejszy niż pierwotnie sądzono.</i>
13:15	(EMU) Decyzja EBC; konsensus 4,0% , poprzednio 4,0% <i>W obliczu ostatnich spekulacji odnośnie podwyżek stóp procentowych, rekordowych cen ropy i wysokiego szacunku inflacji HICP nie ma mowy o złagodzeniu tonu komunikatu. Jastrzębi wydzwięk komunikacji z rynkiem będzie prawdopodobnie kontynuowany tak długo ja wysoka inflacja odczuwalna będzie podsycać obawy o wystąpienie efektów drugiej rundy.</i>
14:30	(USA) Nowo zarejestrowani bezrobotni [tydz. do 31.05]; poprzednio 372 tys.
PIĄTEK 06.06	
9:00	(HUN) PKB [I kw.]; poprzednio 1,6% r/r
14:30	(USA) Non-farm payrolls [maj]; konsensus -70 tys. , poprzednio -20 tys. <i>Obniżenie liczby pracujących wciąż odbiega w znacznym stopniu od zmian charakterystycznych dla recesji. Niemniej jednak można się spodziewać dalszego pogorszenia sytuacji na rynku pracy (na co wskazują prognozy Fed oraz ankiety zaufania konsumentów). Stopa bezrobocia szacowana jest na poziomie 5,1% wobec 5,0% odnotowanych poprzednio.</i>

Makroekonomia

Dobre dane o PKB za I kw. 2008

Motorem wzrostu okazało się spożycie indywidualne.

Tempo wzrostu PKB okazało się nieco wyższe od konsensusu rynkowego osiągając 6,1% r/r, przy czym popyt krajowy rósł w tempie nieco niższym (6,3% r/r) niż w IV kw. 2007. Motorem wzrostu okazało się spożycie indywidualne (wzrost o 5,6% wobec 3,6% zanotowanych w IV kw. 2007) z kontrybucją do wzrostu agregatu równą 3,7 pp., najwyższą od I kwartału 2007 roku. Dane okazały się zgodne z naszymi oczekiwaniami – potwierdzają nasze wcześniejsze diagnozy o powolnym wyhamowaniu dynamiki inwestycji i wysokim tempie wzrostu konsumpcji prywatnej stymulowanym wysokimi wzrostami funduszu płac.

Niższa dynamika inwestycji spójna z naszymi prognozami niższego tempa wzrostu w kolejnych kwartałach.

Konsumpcja, jak wspominaliśmy, wzrosła o 5,6% r/r (na poziomie średniej dynamiki w poprzednich kwartałach, jednak znacznie wyżej od wartości zanotowanej w kwartale poprzednim), inwestycje wzrosły o 15,7% (średnia w pobliżu 20% w poprzednich kwartałach). Wartość dodana w usługach rynkowych wzrosła o 6,7% r/r, w tempie zbliżonym do poprzednich kwartałów. Zanotowano natomiast nieco niższą wartość dodaną w przemyśle w porównaniu z ostatnim kwartałem – 6,9%. Dane o dynamice konsumpcji prywatnej odbiegają nadal znacznie od dynamiki wartości dodanej w usługach rynkowych (zostało to już wychwycone przy okazji publikacji szacunków rocznych) – wydaje się, że spowodowane jest to zaliczeniem niektórych kategorii sprzedaży detalicznej (sprzedaż samochodów) do kategorii wydatków inwestycyjnych.

Zgodnie z naszymi przewidywaniami obniża się znaczenie wydatków inwestycyjnych – zaledwie 2,2 pp. kontrybucja to najniższy wynik od analogicznego kwartału 2006 roku. Ciekawie przedstawia się także dynamika spożycia zbiorowego: po raz pierwszy od wielu lat wydatki w I kwartale uległy zmniejszeniu w ujęciu rocznym o 1,1%. Wydaje się, że dana ta jest spójna z wyjątkowo niskim wykonaniem deficytu budżetowego w pierwszych trzech kwartałach. Istnieje prawdopodobieństwo, że wykonanie wydatków zostanie odroczone na kolejne miesiące roku budżetowego – należy się w tym przypadku liczyć ze skokowym wzrostem deficytu do względnie wysokiego poziomu.

Uważamy, że dynamika konsumpcji utrzyma się na wysokim poziomie z uwagi na szybko rosnący fundusz płac. Niemniej jednak, ze względu na dodatnią kontrybucję zmiany zapasów możemy się spodziewać lekkiego spowolnienia aktywności sfery podażowej, co sygnalizowaliśmy już wcześniej bazując na analizie wskaźników koniunktury. Wzrost produktu krajowego brutto w całym 2008 roku nie powinien odbiegać od 5,3-5,5%, co byłoby zgodne z konsensusem prognoz w RPP.

Dane o PKB są (z perspektywy krótkookresowej) dość komfortowe dla RPP – wysoki wzrost gospodarczy pozwala Radzie koncentrować się na procesach nominalnych (zauważyliśmy istotny krótkookresowy związek między obawami o niższy wzrost i jednoczesnym porzuceniem ustawowej roli w stabilizowaniu cen wśród znacznej części RPP). Dane te, naszym zdaniem, mogą jednak inicjować dalsze wzrosty oczekiwań na podwyżki stóp (obecnie rynek wycenia zaledwie jedną podwyżkę). Kolejnym istotnym wydarzeniem dla oczekiwań rynkowych (i naszym zdaniem przyczynkiem do wzrostu rentowności na krzywej FRA) będzie dzisiejsza publikacja prognozy inflacji MinFin (nasza prognoza 4,4%/r/r).

Komentarze RPP po publikacji danych o PKB

Zdaniem prof. Nogi wysoka dynamika PKB nie jest „dobrą wiadomością dla inflacji”. Jego zdaniem jedna podwyżka stóp jest przesądzona.

Dane o PKB zwiększają prawdopodobieństwo kolejnej podwyżki stóp procentowych.

Również zdaniem umiarkowanego członka RPP S. Owsiaka dane o PKB zwiększają prawdopodobieństwo kolejnej podwyżki.

H. Wasilewska-Trenkner szczególne zagrożenie dla inflacji widzi w szybkim wzroście konsumpcji. Szybki wzrost PKB będzie jej zdaniem przyczyniał się do dalszej aprecjacji złotego i bilansował część napięć inflacyjnych. Istotnym elementem wywiadu była ocena perspektyw dla wzrostu. Wasilewska-Trenkner postrzega obniżenie dynamiki inwestycji jako sygnał spowolnienia wzrostu gospodarczego w przyszłości. Zdaniem członkini RPP dane nie zmieniają jednak perspektyw dla polityki monetarnej i podtrzymuje ona swoją diagnozę konieczności dalszego zacieśnienia monetarnego.

Komentarze członków Rady dość jednoznacznie wskazują na czerwcową podwyżkę. Część Rady dopuszcza możliwość dalszego zacieśnienia w II poł. roku.

Różnokierunkowe dane z USA

Opublikowane dane już po raz kolejny nie wydają się zmieniać oczekiwań na kształt przyszłej polityki pieniężnej. Należy się spodziewać, że stopy procentowe zostaną w najbliższych miesiącach utrzymane na niezmiennym poziomie.

Wykorzystywany przez Fed wskaźnik inflacji PCE pozostał w kwietniu na poziomie sprzed miesiąca – 3,2% r/r; bez zmian pozostał także indeks w ujęciu bazowym – 2,1% r/r. Realny dochód rozporządzalny nie zmienił się w ujęciu miesięcznym, na poziomie sprzed miesiąca pozostały także realne wydatki. **Warto odnotować zmiany kompozycji tej drugiej kategorii: już drugi miesiąc z rzędu spadek w ujęciu rocznym (równy 0,4%) odnotowują wydatki na dobra trwałe (wobec średniego wzrostu na poziomie około 5% w 2007 roku). Jest to najbardziej zmienna kategoria wydatków konsumpcyjnych, której spadek sygnalizuje tendencje recesyjne.**

W piątek opublikowany został także drugi szacunek optymizmu konsumentów przygotowywany przez Uniwersytet Michigan. Nie zmienił on zasadniczo obrazu płynącego z ankiety telefonicznej sporządzonej na początku miesiąca: **zaufanie konsumentów pozostało na rekordowo niskim poziomie (w kontekście wcześniej omawianych danych, można się spodziewać dalszego cięcia wydatków na dobra trwałe)**. Tego samego dnia poznaliśmy również wstępne odczyty indeksu PMI – w okręgu Chicago odnotował on nieoczekiwany wzrost do 49,1 pkt. Obecne oczekiwania na odczyty indeksów ISM zostaną prawdopodobnie zrewidowane nieco wyżej (dziś publikacja pierwszego z nich – dla przemysłu – o godzinie 16:00).

Opublikowane dane już po raz kolejny nie wydają się zmieniać oczekiwań na kształt przyszłej polityki pieniężnej. Należy się spodziewać, że stopy procentowe zostaną w najbliższych miesiącach utrzymane na niezmiennym poziomie.

Inflacja HICP w strefie euro znów przypiesza

W najbliższych miesiącach spekulacje na podwyżki stóp będą katalizowane wyższą

Majowy odczyt *flash* inflacji HICP okazał się (niemal zgodnie z oczekiwaniami) wyższy od danych sprzed miesiąca i osiągnął poziom 3,6% r/r (wobec 3,3% miesiąc wcześniej). Po raz kolejny wysoki odczyt napędzany jest przez rosnące ceny ropy naftowej oraz (prawdopodobnie) wyższe ceny żywności. **W związku z oddziaływaniem pierwszego z wymienionych czynników możliwe są dalsze wzrosty inflacji HICP w**

inflacją; nie należy się spodziewać, że EBC wyjdzie poza jastrzębie komunikaty.

nadchodzących miesiącach, co będzie katalizowało spekulacje rynkowe na temat podwyżek stóp. Nie wydaje się jednak, że jastrzębi członkowie EBC zdołają przekonać Radę Gubernatorów do swoich racji – stopniowo zwalnijająca gospodarka będzie zachęcała raczej do zajęcia stanowiska *wait-and-see*, a posunięcia w walce z inflacją ograniczone zostaną do kształtowania oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych za pomocą komunikatów werbalnych.

Posiedzenie RPP, 25. czerwca

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone według krzywej OIS*)
Podwyżka o 25 bps	90%
Stopy bez zmian	10%
Obniżka o 25 bps	0%

* OIS – Overnight Index Swap

Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,3788	2,1824

EUR/USD 1,5535 EUR/JPY 163,85 EUR/PLN 3,3800 USD/PLN 2,1760

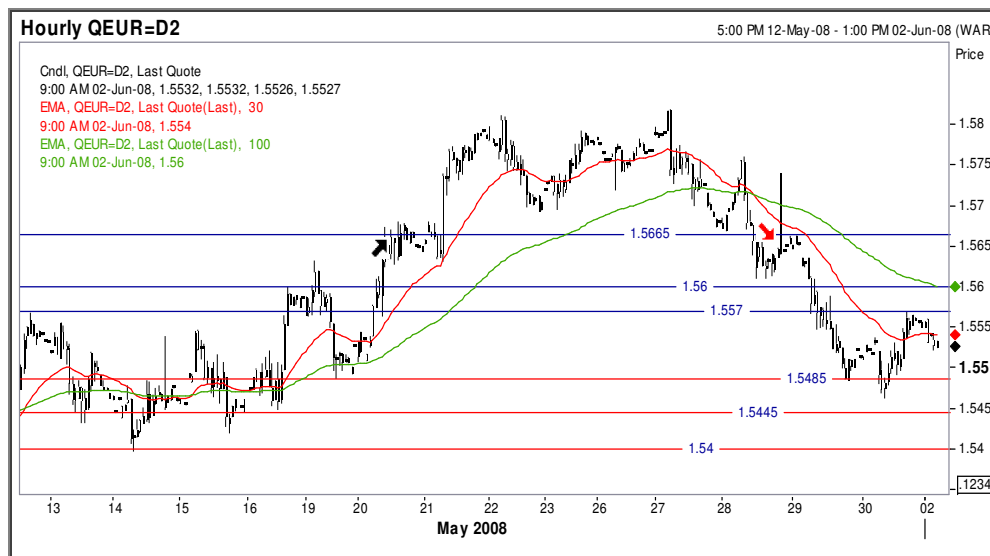
Dolar osłabił się nieznacznie wobec euro w czasie piątkowej sesji. Powodem tego osłabienia była przede wszystkim realizacja zysków na długich pozycjach w amerykańskiej walucie. Duża zmienność przy niewielkiej płynności – tak najlepiej można scharakteryzować dzisiejszą sesję azjatycką. Przez niemal całą sesję trwała wyprzedaż amerykańskiej i europejskiej waluty w stosunku do jena. Końcówka sesji udana dla dolara, który osiągnął poziom 1,5530 wobec euro. Uważamy, że sentyment na dolarze pozostanie w nadchodzącym tygodniu pozytywny. Uwaga inwestorów zwrócona na dane o PMI, zamówienia w przemyśle i rynek pracy (piątek).

W piątek złoty umocnił się wobec euro pod wpływem lepszych niż oczekiwano danych o PKB za I kw. Dziś uwaga inwestorów zwrócona na publikację prognozy inflacji MinFinu. Wyższa prognoza to wzrost oczekiwań na podwyżki stóp i prawdopodobnie wzmocnienie polskiej waluty.

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Po fazie konsolidacji prawdopodobny ponowny test wsparcia 1,5450/45; przełamanie otwiera drogę na 1,54/1,5350...

wsparcie	opór
1,5485	1,5665
1,5445	1,5600
1,5400	1,5570

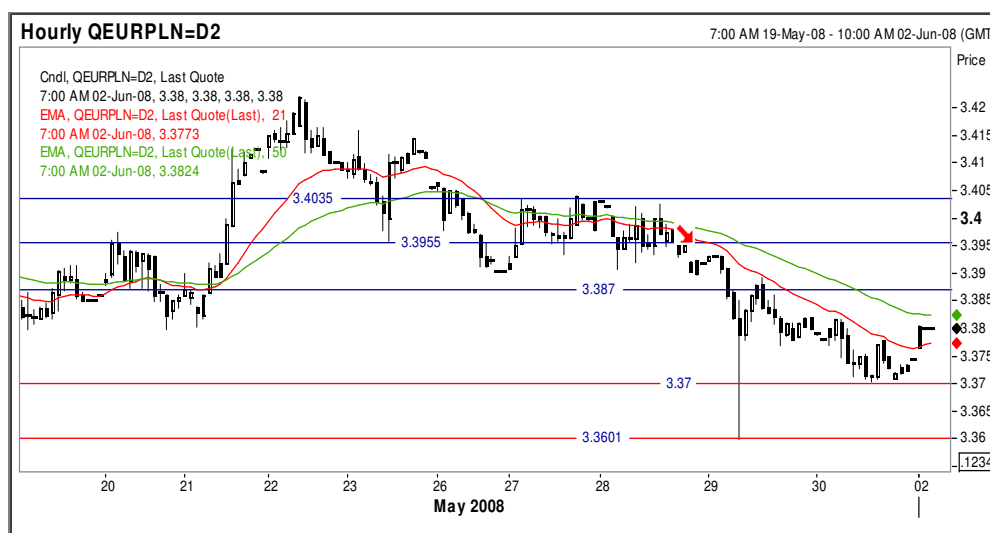


Źródło: Reuter

Krótkoterminowe prognozy, Złoty

O ile realizacja zysków pozostanie ograniczona (3,3870) można spodziewać się kolejnego testu poziomu wsparcia 3,3700 (bariery opcyjne) – ewentualne przełamanie otwiera drogę na 3,36/3,35..

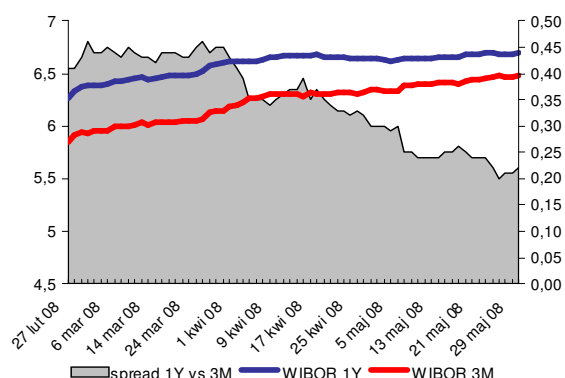
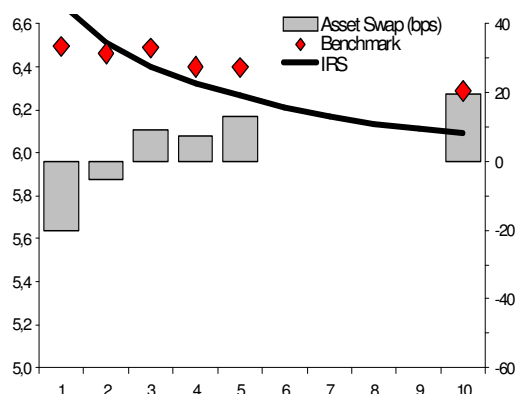
wsparcie	opór
3,3700	3,4150
3,3600	3,4000
3,3500	3,3900



Źródło: Reuters

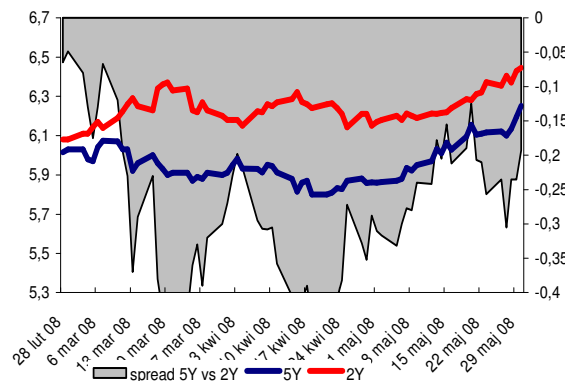
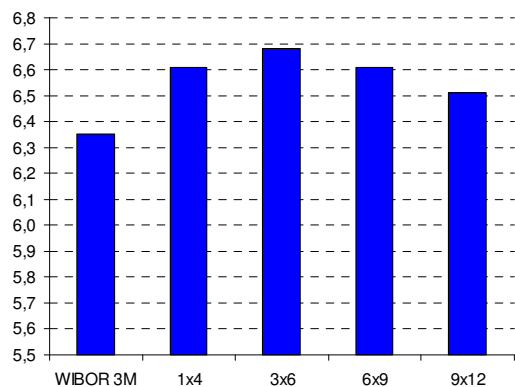
Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	6,67	6,73
2Y	6,50	6,53
3Y	6,39	6,41
4Y	6,31	6,34
5Y	6,25	6,28
6Y	6,20	6,23
7Y	6,16	6,18
8Y	6,12	6,15
9Y	6,10	6,12
10Y	6,08	6,11



depo	BID	ASK
ON	5,75	5,95
1M	6,00	6,20
3M	6,15	6,35

FRA	BID	ASK
1x2	6,31	6,36
1x4	6,55	6,61
3x6	6,62	6,68
6x9	6,56	6,61
9x12	6,46	6,51



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 UPRZEDNIEGO 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. JAKAKOLWIEK ODPOWIEDZIALNOŚĆ BRE BANKU SA, JEGO ZARZĄDU, PRACOWNIKÓW, WSPÓŁPRACOWNIKÓW, KOOPERANTÓW, AGENTÓW Z TYTUŁU PODJĘCIA PRZEZ JAKAKOLWIEK OSOBĘ DZIAŁAŃ LUB ZANIECHAŃ W ZWIĄZKU Z NINIEJSZYM OPRACOWANIEM JEST WYŁĄCZONA. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRZEDNIĄ PISEMNIĄ ZGODĄ AUTORÓW.