



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**środa, 18 czerwca 2008**

STRON: 4

Makroekonomia

Dziś publikacja danych o produkcji przemysłowej i cenach producentów

Dziś o godzinie 14:00 GUS opublikuje dane o produkcji przemysłowej i cenach producentów. Spodziewamy się, że dynamik produkcji przemysłowej powinna się uplasować na poziomie około 5% r/r – wskazują na to dane dotyczące produkcji samochodów oraz opublikowana później dynamika płac. Ceny producentów szacujemy natomiast na 2,4% r/r – silny wzrost ropy naftowej (11% m/m) równoważony był spadkami cen metali i aprecjacją złotego względem euro.

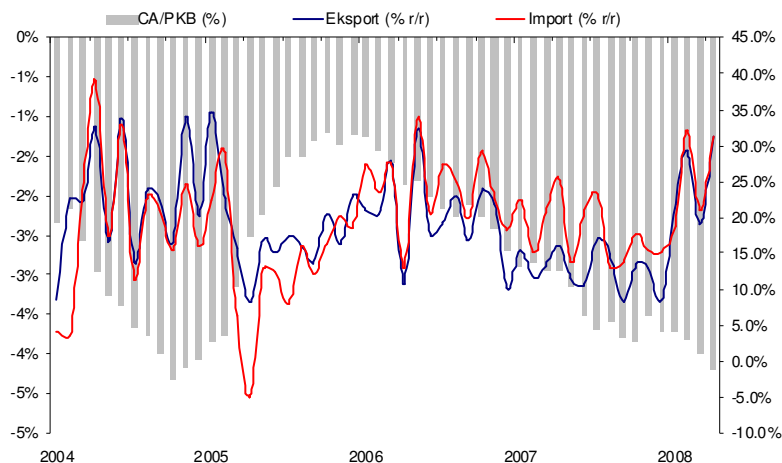
Bilans płatniczy zgodnie z oczekiwaniami

W kwietniu br. deficyt na rachunku obrotów bieżących wyniósł 1 550 mln EUR, a więc minimalnie więcej niż prognozowaliśmy (1 525 mln EUR, konsensus 1 463 mln EUR). Przyczyną utrzymywania się wysokiego deficytu (w poprzednim miesiącu 1 605 mln EUR, od początku roku systematycznie powyżej 1 000 mln EUR) było silnie ujemne saldo bilansu obrotów towarowych. Eksport wzrósł w kwietniu br. o 31,1% r/r (nasza prognoza 32,8% r/r), a import odpowiednio o 31,3% r/r (nieco poniżej naszej prognozy 33,6% r/r). Przyczyną tak wysokich, nienotowanych od 2006 roku dynamik, była wysoka aktywność gospodarcza w kwietniu (częściowo przypisywanej różnicy w liczbie dni roboczych), efekt niskiej bazy z ubiegłego roku oraz umocnienie złotego (dynamiki w złotych są znacznie niższe). W kwietniu wzrósł również deficyt w saldzie dochodów (z 835 mln EUR w marcu do 1 151 mln EUR), do czego przyczyniła się ekspatriacja dywidend oraz znaczne koszty obsługi długu zagranicznego. Efekt ten był kompensowany przez większy napływ transferów (636 mln EUR per saldo, z czego tylko 30 mln EUR przypadało na rozliczenia z UE). Nie jest wykluczone, że ten ostatni spowodowany był zwiększonymi przekazami emigrantów. Na stabilnym poziomie pozostaje natomiast saldo usług (225 mln EUR, w poprzednim miesiącu 256 mln EUR).

Dane nie miały wpływu na rynek stopy i rynek walutowy. Na stopie procentowej korekta wcześniejszych wzrostów rentowności.

Szacujemy, że w relacji do PKB deficyt obrotów bieżących kształtuje się na poziomie 4,2%. Biorąc pod uwagę dane opublikowane przez pierwsze cztery miesiące roku przewidujemy, że na koniec roku relacja ta wzrośnie do ok. 4,5%. Oczekujemy jednak, że deficyt na rachunku obrotów bieżących będzie rósł również w 2009 roku.

Dane nie miały wpływu na rynek stopy i rynek walutowy. Na stopie procentowej korekta wcześniejszych wzrostów rentowności. Uwaga inwestorów zwrócona na komentarze RPP (choć wpływ jastrzębich komentarzy na razie nie przekłada się na wzrost rentowności) i jutrzejsze dane o produkcji (nasza prognoza plasuje się znacznie poniżej konsensusu 7% r/r).



Kolejne jastrzębie wypowiedzi członków RPP

Cechą wspólną wszystkich komentarzy jest przesunięcie akcentów na walkę z presją inflacyjną i konieczność podwyższenia stóp procentowych być może do poziomu powyżej poziomu 6

Na tydzień przed decyzję tradycyjnie mieliśmy do czynienia z kumulacją komentarzy członków RPP. Cechą wspólną wszystkich komentarzy jest przesunięcie akcentów na walkę z presją inflacyjną i konieczność podwyższenia stóp procentowych być może do poziomu powyżej poziomu 6%.

Bardzo powściągliwy w swoich dotychczasowych ocenach S. Owsiak podkreślił, że sytuacja w gospodarce obecnie znacznie różni się od tej sprzed miesiąca. Wskazał on kolejno na szybki wzrost popytu, ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy (żądania płacowe w sektorze publicznym) oraz ryzyko dalszego wzrostu cen paliw i zatrzymania aprecjacji złotego konkludując, że nie widzi wielu czynników mogących powstrzymać wzrost inflacji. Owsiak w sposób bezpośredni odniósł się do roli jaką na decyzję RPP może mieć zmiana nastawienia ECB – ewentualne podwyżka w strefie euro dostarczają Radzie nowych argumentów oraz pozwalają na bardziej „komfortowe„ prowadzenie zacieśnienia monetarnego. **Jego zdaniem w Radzie ukształtował się konsensus co do podważ w czerwcu i prawdopodobnie jeszcze jednego ruchu stopami na jesieni.**

Jeszcze bardziej jastrzębi w swych wypowiedziach byli Wasilewska-Trenkner i Filar. Zdaniem Wasilewskiej-Trenkner cykl podwyżek może potrwać dłużej a stopy procentowe mogą w niesprzyjających okolicznościach osiągnąć poziom 7% wskazywany wcześniej przez OECD. Filar powołując się na prace departamentów analitycznych NBP stwierdził, że przy obecnym poziomie stóp proc. nie ma szans na sprowadzenie inflacji do celu w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Jego zdaniem sugerowany wcześniej poziom 6% jako docelowy poziom dla stóp jest już poziomem „historycznym”. Oczekiwane niższe dynamiki wzrostu PKB, jego zdaniem, nie wpłyną znacząco na zmniejszenie presji inflacyjnej, stąd dystansuje się od dywagacji na temat przyszłych obniżek stóp. Za dalszym zacieśnieniem, zdaniem Filara, przemawia również postawa ECB.

Te jastrzębie wypowiedzi dopełniają wywiady z Pietrewiczem i Sławińskim, członkami RPP koncentrującymi się w ostatnim okresie na antyinflacyjnym wpływie aprecjacji złotego. Zdaniem Sławińskiego długość okresu zacieśnienia monetarnego będzie zależeć od „dynamiki zmian kursowych” oraz dynamiki płac. Jako „bezpieczną” dynamikę płac uznaje on 7% r/r. Pietrewicz pomimo, iż odżegnuje się od szybkiego zacieśnienia podkreśla jednak, że zacieśnienie w strefie euro byłoby argumentem za podwyżkami w Polsce.

Produkcja przemysłowa w USA

Produkcja przemysłowa spadła w maju o 0,2% m/m (konsensus rynkowy +0,1%) notując także roczny spadek równy 0,1%. Za spadek w ujęciu miesięcznym odpowiedzialne jest przede wszystkim wytwarzaniem mediów (utilities). Wśród poszczególnych grup towarowych miesięcznego spadku nie odnotowano jedynie w przypadku dóbr kapitałowych, co wydaje się dobrym sygnałem zważywszy na 1,7% kontrakcję z zeszłego miesiąca. Wykorzystanie mocy wytwórczych obniżyło się do 79,4%, nieco powyżej minimum z recesji 90-91 (78,6%) oraz znacznie powyżej spadku odnotowanego podczas ostatniej kontrakcji produktu 2001-02 (73,6%).

Ciągłym hamulcem dla gospodarki pozostaje sektor budowlany (5,6% spadek odnotowany w maju w skali roku), z wciąż zwalniającym rynkiem mieszkaniowym

Ciągłym hamulcem dla gospodarki pozostaje sektor budowlany (5,6% spadek odnotowany w maju w skali roku), z wciąż zwalniającym rynkiem mieszkaniowym. Ostatnie dane z rynku domów (rozpoczęte budowy i pozwolenia budowlane) wskazują co najwyżej na powolne wyhamowanie tempa spadków; odwrócenie trendu aktywności na rynku budowlanym jeszcze w 2008 roku wydaje się nierealne. Można natomiast liczyć, że w najbliższym czasie zmniejszy się negatywna kontrybucja sektora mieszkaniowego do dynamiki PKB (głównie przez efekty bazowe). Produkcji nie wspierają także rekordowe dynamiki kosztów materiałowych, napędzane przez ceny paliw. PPI w maju wzrosło o 7,2% r/r, natomiast odczyt bazowy uplasował się na poziomie 3,0%.

Nie oczekujemy jednak, że dojdzie do niej wcześniej niż przed końcem III kwartału.

Wczorajsze dane potwierdzają, że gospodarka USA ma jeszcze przed sobą długą drogę do ożywienia. Niemniej jednak wysokie ceny paliw zwiększają prawdopodobieństwo destabilizacji oczekiwań inflacyjnych – kolejne sygnały pogorszenia tej miary mogą skutkować podwyżką stóp procentowych. Nie oczekujemy jednak, że dojdzie do niej wcześniej niż przed końcem III kwartału. Ważna w kontekście tego typu decyzji może pozostawać długość/istotność impulsu konsumpcyjnego wygenerowanego przez pakiet fiskalny.

Indeks ZEW znacznie poniżej oczekiwań

Indeks ZEW uplasował się w czerwcu na poziomie -52,4 pkt. wobec 41,4 pkt. odnotowanych miesiąc wcześniej. Przyczyny tak słabego odczytu były dwojakie. Z jednej strony negatywne oceny analityków i inwestorów instytucjonalnych katalizował wysoki wzrost cen paliw i energii, który zmniejsza siłę nabywczą konsumentów. Z drugiej strony natomiast analityków niepokoi spadek nowych zamówień w niemieckim przemyśle. Sytuację komplikuje dodatkowo wysoki poziom rynkowych stóp procentowych i trudności z zaciąganiem kredytu. Nie wydaje się w tej sytuacji, że podwyżka stóp na lipcowym posiedzeniu (która obecnie jest w cenach) może jeszcze bardziej pogorszyć warunki kredytowania. Nawet tak stosunkowo mały ruch na stopach procentowych może działać uspokajająco na oczekiwania inflacyjne, co pozwoli na szybsze sprowadzenie inflacji do celu rozwiązując jednocześnie część problemów związanych z kurczącą się siłą nabywczą konsumentów.

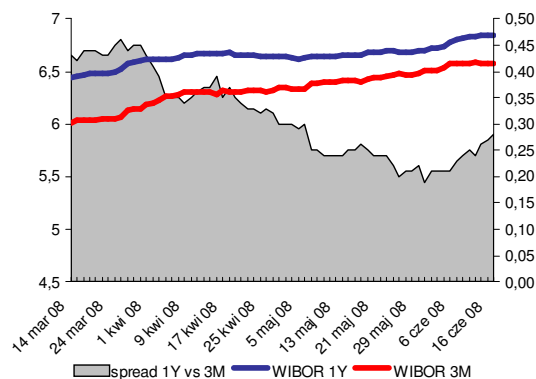
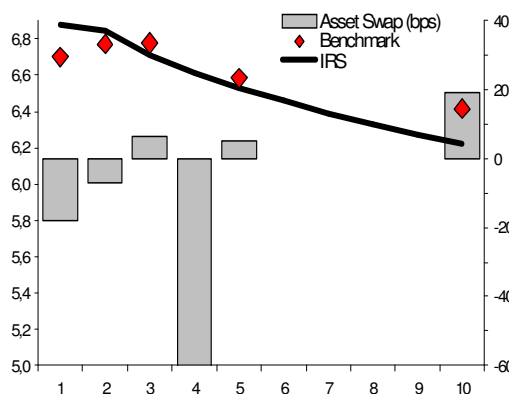
Posiedzenie RPP, 25. czerwca

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone według krzywej OIS*)
Podwyżka o 25 bps	100%
Stopy bez zmian	0%
Obniżka o 25 bps	0%

* OIS – Overnight Index Swap

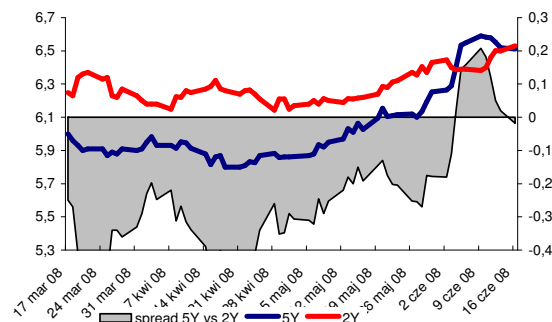
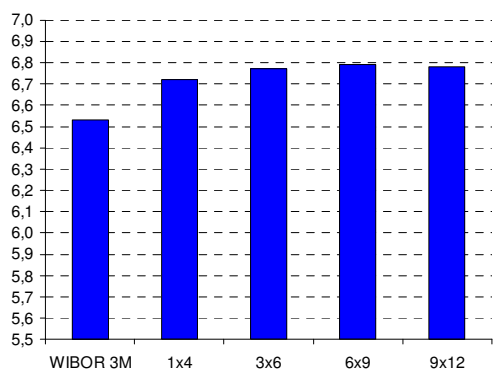
Rynek stopy procentowej, Złoty

IFS	BID	ASK
1Y	6,86	6,90
2Y	6,82	6,87
3Y	6,69	6,73
4Y	6,59	6,63
5Y	6,51	6,56
6Y	6,44	6,49
7Y	6,37	6,41
8Y	6,31	6,35
9Y	6,25	6,29
10Y	6,20	6,25



depo	BID	ASK
ON	5,65	5,85
1M	5,90	6,10
3M	6,33	6,53

FRA	BID	ASK
1x2	6,42	6,47
1x4	6,67	6,72
3x6	6,71	6,77
6x9	6,73	6,79
9x12	6,72	6,78



KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
POL	14:00	Produkcja przemysłowa r/r	Maj	4,7%	6,9%	14,9%
POL	14:00	PPI r/r	Maj	2,4%	2,7%	2,5%

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 UPZIEDNIEGO 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 JAKĄKOLWIEK OSOBĘ DZIAŁAŃ LUB ZANIECHAŃ W ZWIĄZKU Z NINIEJSZYM OPRACOWANIEM JEST WYŁĄCZONA. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPZIEDNIA PISEMNA ZGODĄ AUTORÓW.