

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: 5

Daily Letter

poniedziałek, 18 sierpnia 2008

Kalendarium danych

Polska i dane z zagranicy o potencjalnym wpływie na rynek krajowy

PONIEDZIAŁEK 18.08	
14:00	(POL) Płace [lipiec] ; prognoza BRE 10,9% r/r , konsensus 11,4% r/r , poprzednio 12,0% r/r <i>Ciągle w trendzie. Poprzedni odczyt zaniżony zawyżony przez wypłatę premii w KGHM.</i>
14:00	(POL) Zatrudnienie [lipiec] ; prognoza BRE 4,5% r/r , konsensus 4,6% r/r , poprzednio 4,8% r/r <i>Pogłębienie spadku wskaźników oczekiwanego zatrudnienia.</i>
WTOREK 19.08	
9:00	(HUN) Płace [czerwiec] ; konsensus 8,0% r/r , poprzednio 9,6% r/r
11:00	(GER) Indeks ZEW [sierpień] ; konsensus -62,0 pkt. , poprzednio -63,9 pkt.
14:30	(USA) PPI [lipiec] ; konsensus 0,5% m/m , poprzednio 1,8% m/m
14:30	(USA) Housing starts [lipiec] ; konsensus 0,96 mln , poprzednio 1,07 mln
14:30	(USA) Housing permits [lipiec] ; konsensus 0,97 mln , poprzednio 1,14 mln <i>Dane z rynku nieruchomości w dalszym ciągu w spadkowym trendzie. Prawdopodobna kontynuacja w ciągu najbliższych miesięcy ze względu na utrzymujące się ostre kryteria udzielania kredytów i niski optymizm konsumentów. Zatrzymanie tendencji spadkowej byłoby bardzo pozytywnym sygnałem dla gospodarki.</i>
ŚRODA 20.08	
10:30	(GBR) BoE „Minutes” [posiedzenie sierpniowe]
14:00	(POL) PPI [lipiec] ; prognoza BRE 2,3% r/r , konsensus 2,5% r/r , poprzednio 2,7% r/r <i>Miesięczny spadek cen ropy naftowej oraz wszystkich surowców metalicznych. Rekordowo szybkie umocnienie złotego (4,6% m/m w stosunku do dolara i 3,6% m/m w stosunku do euro).</i>
14:00	(POL) Produkcja przemysłowa [lipiec] ; prognoza BRE 5,8% r/r , konsensus 7,3% r/r , poprzednio 7,2% r/r <i>Jeden dzień roboczy więcej w ujęciu rok do roku. Kontynuacja spadku liczby nowych zamówień. Spadkowy trend na wskaźnikach koniunktury.</i>
CZWARTEK 21.08	
10:00	(EMU) PMI w przemyśle [sierpień] ; konsensus 47,0 pkt. , poprzednio 47,3 pkt.
10:00	(EMU) PMI w usługach [sierpień] ; konsensus 48,0 pkt. , poprzednio 48,3 pkt. <i>Prognozowane umiarkowane spadki obydwu indeksów, choć nie ulega wątpliwości, że aktywność gospodarcza w strefie euro ulega powolnej, lecz systematycznej destabilizacji. To kondycja sfery realnej a nie inflacja będzie kluczem do przyszłej polityki pieniężnej.</i>
14:00	(POL) Inflacja bazowa „netto” [lipiec] ; prognoza BRE 3,5% r/r , konsensus 3,5% r/r , poprzednio 3,4% r/r <i>„Nowa” inflacja bazowa na poziomie sprzed miesiąca – 2,2%. Efekty wtórne wzrostów cen paliw i energii umiarkowane.</i>
14:00	(POL) NBP „Minutes” [posiedzenie lipcowe]
14:30	(USA) Nowo zarejestrowani bezrobotni [tydz. do 16.08] ; poprzednio 450 tys.
16:00	(USA) Leading indicator [sierpień] ; konsensus -0,1 pkt. , poprzednio -0,1 pkt.
PIĄTEK 22.08	
BRAK ISTOTNYCH DANYCH	

Makroekonomia

Dziś dane o zatrudnieniu i płacach w sektorze przedsiębiorstw

Dziś o godzinie 14:00 GUS poda dane o płacach i zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw. **Oczekujemy odczytu płac na poziomie 10,9% r/r**, poniżej konsensusu na poziomie 11,4% oraz poprzedniego odczytu 12,0% zakłóconego przez wypłaty premii w KGHM. **W przypadku zatrudnienia oczekujemy dynamiki na poziomie 4,5%** wobec 4,8% w poprzednim miesiącu. Wskaźniki koniunktury pokazują kurczący się popyt na pracę, co będzie coraz bardziej widoczne w przyszłych miesiącach.

Silny wzrost podaży pieniądza

W lipcu podaż pieniądza M3 wzrosła o 16,5% r/r (1,5% m/m), znacznie powyżej konsensusu prognoz (15,9% r/r). W porównaniu z poprzednim miesiącem dynamika M3 przyspieszyła o 0,2 pkt. proc. (dane po rewizji), przede wszystkim ze względu na znaczne umorzenia jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych (ok. 3,5 mld zł per saldo), co spowodowało wzrost depozytów gospodarstw domowych o 24,6% r/r. **Trend ten może trwać jeszcze przez kilka miesięcy, jednak od IV kw. ze względu na efekty bazowe roczna dynamika tej kategorii (i pośrednio całej podaży pieniądza) będzie słabnąć.**

W tempie zbliżonym do poprzedniego miesiąca (7,0% r/r) rosły depozyty przedsiębiorstw. Tempo to jest jednak niższe niż nominalna dynamika PKB, co oznacza, że zmniejsza się narzut przedsiębiorstw (pogarszająca się sytuacja finansowa przedsiębiorstw znajduje również potwierdzenie w ostatnich badaniach koniunktury NBP). **Konsekwencją tego będzie prawdopodobnie spadek aktywności inwestycyjnej firm, na co wskazuje stopniowo, choć systematycznie obniżająca się dynamika kredytu dla przedsiębiorstw (spadek w lipcu o 1,0 pkt. proc. do 23,5% r/r).**

Znacznie silniejszy spadek, o ponad 4 pkt. proc. do 30,4% r/r, odnotowała dynamika kredytu dla gospodarstw domowych. **Może to świadczyć o spowalniającym wzroście kredytów mieszkaniowych (dokładne dane NBP publikuje pod koniec miesiąca), które stanowią blisko połowę wszystkich należności od gospodarstw domowych.**

Ostatnie dane o podaży pieniądza nie miały wpływu na rynek, nie sądzimy też, by były istotne dla RPP, jednak **od kilku miesięcy znajdujemy w nich potwierdzenie rosnącego ryzyka dla wzrostu gospodarczego.**

Strefa euro: zagrożenia dla sfery realnej wytyczają ścieżkę stóp procentowych

Czwartkowy odczyt PKB okazał się dokładnie równy konsensusowi rynkowemu zakładającemu kwartalny spadek o 0,2% oraz 1,5% wzrost w skali roku. Z uwagi na fakt, że jest to odczyt *flash* dokładne rozbieżności nie jest jeszcze dostępne. Można się jednak domyślać, że znaczną korektę w stosunku do pierwszego kwartału zanotowało budownictwo, słabsze były prawdopodobnie odczyty konsumpcji i wydatków inwestycyjnych. Perspektywy dla kolejnych kwartałów są niekorzystne – wskaźniki koniunktury znajdują się w wyraźnym spadkowym trendzie. Z tego powodu EBC prawdopodobnie zweryfikuje prognozy tempa wzrostu PKB w dół.

Odczyt inflacji nie sugeruje raczej zmniejszającego się zakresu efektów wtórnych – tym samym pozostaje co najwyżej neutralny dla EBC. Dużo ważniejsze pozostają

Szybkie złagodzenie antyinflacyjnej retoryki ECB stoi jednak nadal pod znakiem zapytania; niebezpieczeństwo intensyfikacji żądań płacowych pozostaje wciąż wysokie. Ostatni odczyt

zagrożenia dla sfery realnej.

inflacji wydaje się na pierwszy rzut oka pozytywną niespodzianką w tym zakresie. **Tempo wzrostu cen utrzymało się na poziomie sprzed miesiąca równym 4,0% r/r, plasując się poniżej ogłoszonego wcześniej odczytu flash.** Duża jednak w tym **zasługa cen odzieży, które odjęły od miesięcznego wskaźnika cen aż 0,6 pp.** Fakt ten zaważył także w dużej mierze na spadku inflacji bazowej, która uplasowała się na poziomie 2,6% r/r, poniżej konsensusu rynkowego. Pozostałe komponenty inflacji bazowej – w tym koszty użytkowania mieszkania, rekreacja i kultura oraz hotele i restauracje – utrzymały silne miesięczne przyrosty. Abstrahując zatem od możliwie jednorazowych spadków cen odzieży, odczyt nie sugeruje raczej zmniejszającego się zakresu efektów wtórnych – tym samym pozostaje co najwyżej neutralny dla EBC. Dużo ważniejsze pozostają zagrożenia dla sfery realnej. Oczekujemy, że zagrożenia te wpłyną na brak zmian w polityce monetarnej w najbliższych miesiącach. Obniżek stóp procentowych oczekujemy jednak dopiero w 2009 roku.

Nieoczekiwany wzrost inflacji w USA, dobre dane o produkcji

Roczny wskaźnik inflacji konsumenckiej w USA osiągał w lipcu poziom 5,6% (konsensus oczekiwań ukształtował się na poziomie 5,1%) wobec 5,0% zanotowanych w czerwcu. **Tym samym gospodarka USA zanotowała najwyższy poziom inflacji od 1991 roku.** Na tak nieoczekiwany odczyt złożyły się przede wszystkim wzrosty cen w kategorii energia (1,9% m/m) i żywność (0,9% m/m), choć na wyższym poziomie niż oczekiwano zrealizowała się również inflacja bazowa. Indeks cen konsumenta po wyłączeniu cen żywności i energii wzrósł 0,2% m/m (po uwzględnieniu czynników sezonowych wzrost ten wyniósł 0,3%, czyli powyżej 3% po annualizowaniu), na co złożyły się **wyższe ceny usług, m.in. usług telekomunikacyjnych i hoteli oraz prawdopodobnie jednorazowy wzrost cen ubrań.**

Podtrzymujemy naszą ocenę, że do podwyżek stóp procentowych w USA dojdzie prawdopodobnie na początku 2009 roku i będą one przede wszystkim wyrazem normalizacji polityki monetarnej (wytracenie amplitudy zmian stóp po erze Greenspana).

Oczekujemy, że inflacja konsumencka zacznie spadać w kolejnych miesiącach za sprawą mocniejszego dolara i spadających cen ropy naftowej, która to zanotowała ponad 20% spadek w ciągu ostatnich czterech tygodni. Właśnie świadomość wpływu tych dwóch czynników na *headline inflation* powstrzymała rynki finansowe przed wycenianiem szybkiego zacieśnienia monetarnego w USA. Co więcej, wysoka baza na żywności i paliwach będzie również przyczyną coraz niższych odczytów inflacji jesienią. **Wydłużenie fazy spowolnienia gospodarczego (a zwłaszcza niskiej dynamiki konsumpcji) na kolejne kwartały, przy bardzo ograniczonej inflacji płacowej powinno wpływać na obniżenie inflacji oraz oczekiwań inflacyjnych w średnim okresie.**

Oczekujemy, że pozytywne sygnały z przemysłu amerykańskiego (produkcja przemysłowa w lipcu wzrosła o 0,2% m/m wobec oczekiwanej dynamiki na poziomie 0%) obserwowane od dwóch miesięcy nie wpłyną szybko na kwestie inflacji płacowej i rynku pracy. Część ożywienia w przemyśle należy prawdopodobnie wciąż wiązać ze znaczną poprawą konkurencyjności amerykańskiego przemysłu w związku z niskim kursem dolara. **Taka geneza ożywienia nie powinna skutkować szybkim wzrostem presji inflacyjnej i odwróceniem priorytetów Fed (w kalkulacji ryzyk przeważa troska o wzrost gospodarczy kosztem dbałości o szybkie ograniczenie inflacji).**

Podtrzymujemy naszą ocenę, że do podwyżek stóp procentowych w USA dojdzie prawdopodobnie na początku 2009 roku i będą one przede wszystkim wyrazem normalizacji polityki monetarnej (wytracenie amplitudy zmian stóp po erze Greenspana).

Posiedzenie RPP, 27. sierpnia

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

* OIS – Overnight Index Swap

Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,3137	2,2233

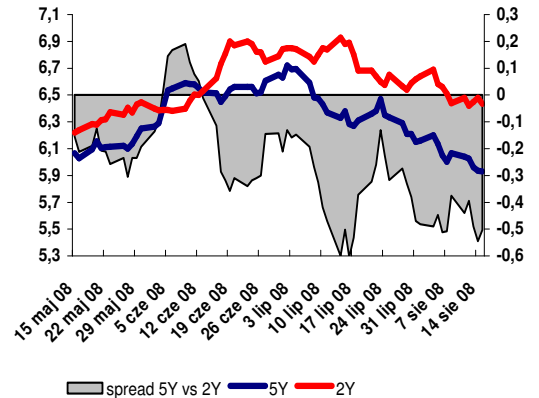
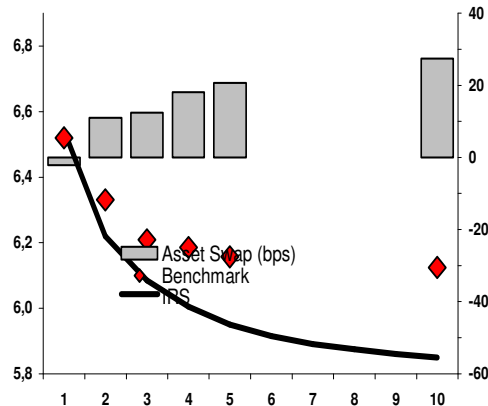
EUR/USD 1,4875 EUR/JPY 162,90 EUR/PLN 3,3025 USD/PLN 2,2200

Dolar osiągnął w piątek najsilniejszy poziom wobec euro od ponad sześciu miesięcy 1,4660. Wsparciem dla dolara okazały się spadki cen ropy naftowej i lepsze dane o produkcji przemysłowej. W czasie sesji azjatyckiej nastąpiła lokalna korekta na EURUSD windująca kurs dolara do 1,4760 wobec euro. Ewentualne pozytywne zaskoczenie ze strony danych o rynku nieruchomości powinno wspierać dolara w tym tygodniu.

Złoty osłabił się w czasie czwartkowej sesji do poziomu 3,30 wobec euro. Zasadniczymi powodami osłabienia złotego był dalszy spadek oczekiwań na podwyżki stóp oraz sytuacji na EURUSD. Wzmacnianie się amerykańskiej waluty skutkować będzie osłabieniem złotego. W tym tygodniu dane o płacach i produkcji, jeśli okażą się zgodne z naszymi prognozami powinny wpłynąć na dalsze osłabienie złotego.

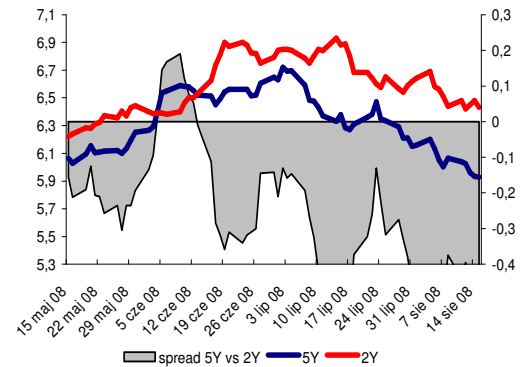
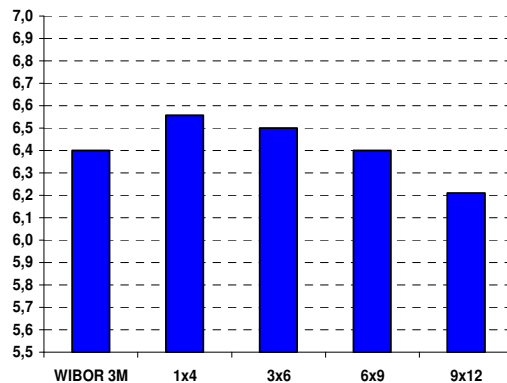
Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	6,51	6,57
2Y	6,20	6,24
3Y	6,07	6,11
4Y	5,99	6,03
5Y	5,93	5,97
6Y	5,90	5,94
7Y	5,87	5,91
8Y	5,86	5,90
9Y	5,84	5,88
10Y	5,83	5,87



depo	BID	ASK
ON	5,83	6,33
1M	6,05	6,25
3M	6,20	6,40

FRA	BID	ASK
1x2	6,20	6,25
1x4	6,51	6,56
3x6	6,45	6,50
6x9	6,35	6,40
9x12	6,16	6,21



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. JAKĄKOLWIEK 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 UPRZEDNIĄ PISEMNIĄ ZGODĄ AUTORÓW.