



JACEK KOTŁOWSKI TEL. 829 0183
ERNEST PYTLARCYK TEL. 829 0166
WOJCIECH TRZEPIZUR TEL. 829 0188
E-MAIL: research@brebank.com.pl

STRON: 5

Daily Letter

piątek, 20 lipca 2007

Makroekonomia

Produkcja przemysłowa wyraźnie poniżej oczekiwań

Po skorygowaniu o różnicę w liczbie dni roboczych roczny wskaźnik spadł do 8,0% z 8,3%.

Już trzeci miesiąc z rzędu dane o produkcji przemysłowej okazują się gorsze niż oczekiwania analityków. Tym razem produkcja przemysłowa wzrosła w czerwcu o 5,6% r/r (oczekiwano średnio 8% wzrostu) wobec 8,1% zanotowanych w maju. Po skorygowaniu o różnicę w liczbie dni roboczych roczny wskaźnik spadł do 8,0% z 8,3%. Ten spadek dynamik tylko w niewielkim stopniu można tłumaczyć zmianami w bardziej wolatylnych kategoriach; górnictwie i zaopatrzeniu w energię i wodę. Wynika on przede wszystkim ze spowolnienia w przetwórstwie przem., gdzie dynamika spadła do 6,2% r/r. DO 3,7% spadła również dynamika produkcji budowlano-montażowej.

Roczny wskaźnik cen produkcji przemysłowej spadł do 1,8% z 2,2% zanotowanych w maju. Przyczyną spadku jest przede wszystkim efekt wysokiej bazy wynikający z wysokich cen surowców w analogicznym okresie roku 2006.

Pogorszyła się relacja między wydajnością i płacami

Obecnie dysponujemy już, za wyjątkiem sprzedaży detalicznej, całym kompletem miesięcznych danych za drugi kwartał 2007. **Na podstawie tych danych oceniamy, że tempo wzrostu PKB w II kw. spadło w okolice 6%. Takie osłabienie wzrostu gospodarczego, połączone ze zmienioną jego strukturą (większe kontrybucja usług rynkowych), prowadzi do wolniejszego tempa wzrostu wydajności i czyni niemożliwą neutralizację coraz szybciej rosnących kosztów pracy.**

Dane wczorajsze potwierdzają, że zmieniają się warunki w jakich Rada musi prowadzić politykę monetarną. Pomimo iż implikacje dla polityki monetarnej płynące z dzisiejszych danych mogą nie być jednoznaczne, wydaje się nam, że przy niższych wzrostach produktywności (choćby tylko w przemyśle) wzrost żądań płacowych może w szybszym tempie pogorszyć konkurencyjność niektórych sektorów.

Naszym zdaniem RPP poczeka z ostateczną interpretacją procesów zachodzących w przemyśle, jak i całej gospodarce, do publikacji danych kwartalnych. Stąd też zmiana poziomu stóp w lipcu wydaje się mało prawdopodobna. Decydującym dla przyszłych podwyżek stóp procentowych powinny okazać się dane o płacach, konsumpcji oraz sprzedaży detalicznej (te ostatnie poznamy już w poniedziałek). Naszym zdaniem **wizja wzrostu oczekiwań inflacyjnych i realne zagrożenie nadmiernym wzrostem popytu konsumenckiego spowodują, że Rada zdecyduje się na kolejną podwyżkę już w sierpniu lub we wrześniu.**

Na czerwcowym posiedzeniu RPP zgodna co do konieczności zacieśnienia polityki pieniężnej

*Minutes
uprawdopodobniają brak
podwyżki stóp na
najbliższym posiedzeniu*

*W opisie dyskusji na
czerwcowym
posiedzeniu RPP
dominują poglądy o
kumulacji ryzyka dla
wzrostu inflacji.*

*RPP pod wpływem
wysokich płac i silnego
popytu konsumentów
zdecyduje się na kolejne
podwyżki (koniec lata i
jesień tego roku).*

*Zacieśnienie monetarne
będzie miało miejsce
również w 2008 roku.*

Z opisu dyskusji na czerwcowym posiedzeniu Rady wynika, że dominował pogląd, że „w wyniku kumulowania się w gospodarce zjawisk prowadzących do wzrostu presji inflacyjnej, utrzymanie inflacji na poziomie zbliżonym do celu w średnim okresie wymaga zaostrzenia polityki pieniężnej w nadchodzącym czasie”. Minutes wskazują jednak na brak zgodności w Radzie co do momentu zacieśnienia i ewentualne zagrożenia związane z podwyżką w czerwcu a nie w lipcu (jak spodziewali się analitycy). Zapis dyskusji uprawdopodobnia naszym zdaniem tezę, że przyspieszając decyzję o podwyżce stóp RPP chciała kupić czas potrzebny do spokojnej analizy danych kwartalnych (publikacja pod koniec sierpnia). Stąd nie spodziewamy się aby kolejna podwyżka miała nastąpić już na najbliższym posiedzeniu.

Wydzwięk minutes jest naszym zdaniem raczej „jastrzębi”, choć można było oczekiwać bardziej jednostronnej oceny stanu gospodarki na posiedzeniu na którym Rada zadecydowała o podwyżce stóp. Podobnie jak na posiedzeniu majowym, oprócz wskazywania dużej ilości ryzyk dla wzrostu inflacji (przede wszystkim sytuacja na rynku pracy, nasilenie presji płacowej w sektorze publicznym, globalny wzrost cen żywności, niski poziom stóp realnych nieprzeciwdziałający zacieśnianiu luki popytowej) w dyskusji obecne były argumenty broniące tezy o bezinflacyjnym wzroście (szybki wpływ inwestycji na poprawienie strony popytowej w gospodarce, antyinflacyjny wpływ konkurencji związanej z rosnącą otwartością gosp. i procesem globalizacji, wzrost kapitałochłonności produkcji, czy wreszcie antyinflacyjny wpływ umacniania złotego). Nie wydaje się aby napływające dane (przede wszystkim o płacach i popycie konsumpcyjnym) przyczyniły się do wygaszenia ryzyk inflacyjnych. Stąd też, prawdopodobnie pod koniec lata, RPP zdecyduje się na kolejną „wyprzedzającą” podwyżkę stóp. Szacowanemu przez nas, choćby statystycznemu, wzrostowi inflacji jesienią (od kilku miesięcy obserwujemy powolny ale systematyczny wzrost cen w kategoriach popytowych koszyka, w szczególności w usługach i oceniamy, że przynajmniej czasowo procesy związane z globalizacją nie będą tego w stanie zneutralizować) prawdopodobnie również towarzyszyć będą podwyżki stóp proc.

Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,7508	2,7146

EUR/USD 1,3795 EUR/JPY 168,65 EUR/PLN 3,7540 USD/PLN 2,7215 (-24,3% wzg. koszyka).

Wystąpienie Bernanke potwierdziło obawy inwestorów odnośnie amerykańskiej gospodarki, pogorszenie nastrojów wobec dolara sprawiło, że korekta EUR/USD podczas sesji azjatyckiej okazała się bardzo ograniczona (1,3785). Perspektywa pogłębienia kryzysu na rynku kredytów hipotecznych USA skłaniała inwestorów do ponownej wyprzedaży USD; podczas sesji europejskiej kurs EUR/USD ponownie przełamał poziom oporu 1,3815.. jednocześnie jednak dolar odrobił część strat wobec funta po publikacji słabszych od oczekiwań danych dot. sprzedaży detalicznej w UK (GBP/USD zniżył do poziomu 2,0471). W drugiej połowie dnia kurs EUR/USD ustabilizował się w paśmie 1,3815-30 (przy umiarkowanej ale widocznej realizacji zysków powyżej 1,3820) natomiast jen tracił na wartości wobec dolara oraz euro, przy trwającym popycie na waluty „carry”; kurs EUR/JPY wzrósł do poziomu 168,83. Perspektywa odłożenia w czasie podwyżki stóp procentowych w Polsce (do sierpnia) nie wpłynęła znacząco na notowania złotego; w godzinach porannych kurs EUR/PLN oscylował ok. poziomu wsparcia 3,7500/10.. realizacja zysków w drugiej połowie dnia spowodowała wzrost kursu EUR/PLN do poziomu 3,7585 jednakże poziom oporu 3,7600/3,7650 i tym razem pozostał niezagrożony. Niższy od prognoz wzrost produkcji

przemysłowej (5,6% r/r wg. GUS) oraz zgodny z oczekiwaniami indeks PPI (1,8% r/r) nie wpłynęły na kurs złotego. Pod koniec sesji kurs EUR/PLN ustabilizował się ok.. 3,7540 przy umiarkowanym wolumenie transakcji.

„Na zachodzie bez zmian”. Notowania EUR/USD utrzymały się podczas sesji azjatyckiej w wąskim paśmie 1,3790-3,1810; przy długich pozycjach w euro na rynku oraz zbliżającym się weekendzie rośnie prawdopodobieństwo korekty. Przełamanie wsparcia 1,3750 może uruchomić zlecenia stop-loss. Podobnie narażone na realizację zysków są pozycje „carry” (AUD, NZD, GBP). Złoty – przy zrównoważonym rynku pozostaje w paśmie 3,75-3,7650 EUR/PLN, nieudana próba przełamania oporu (3,7650) może skłonić inwestorów do ponownych zakupów PLN w przyszłym tygodniu.

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Prawdopodobna korekta oraz ponowny test poziomów wsparcia (1,3790/1,3750).

wsparcie	opór
1,3785	1,3880
1,3755	1,3850
1,3730/00	1,3815/35



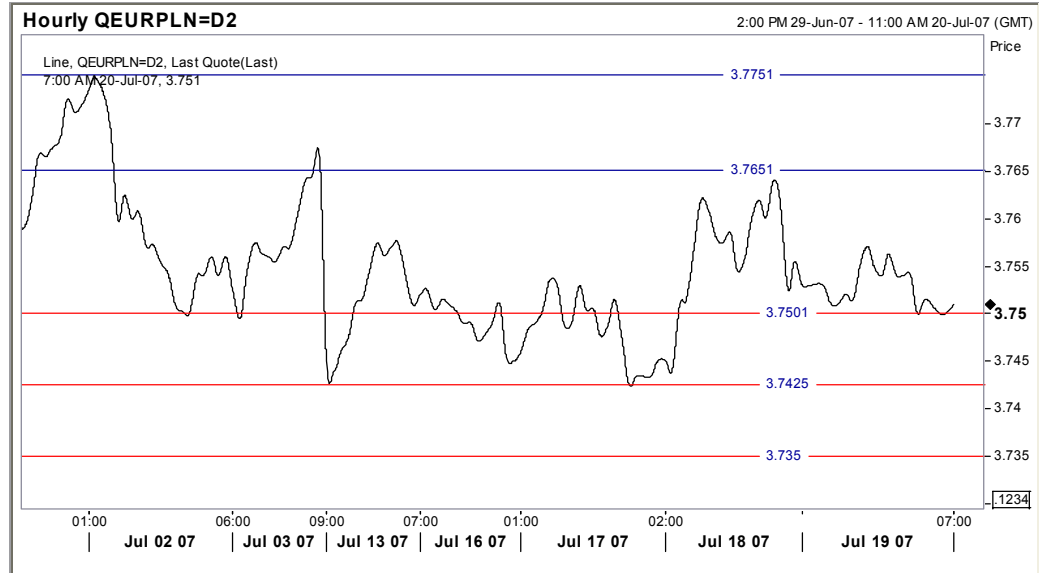
Źródło: Reuters

Krótkoterminowe prognozy, Złoty

EURPLN		
SPOT	3,7520	3,7530
ATM	BID	ASK
1 W	5,75	6,75
1 M	5,70	6,70
2 M	5,70	6,70
3 M	5,60	6,60
6 M	5,65	6,35
1 Y	5,65	6,35
DELTA = 25		
	1 M	1 Y
RR	0,80	1,15
Fly	0,30	0,38

Nieudana próba przełamania poziomów oporu 3,7600/50 przesuwają ryzyko na p. wsparcia 3,7500 (3,7425); rynkowi brakuje jednak impulsu by wyłamać się z szerszego pasma 3,7425-3,7650 EUR/PLN.

wsparcie	opór
3,7500	3,7750
3,7425	3,7650
3,7350	3,7580

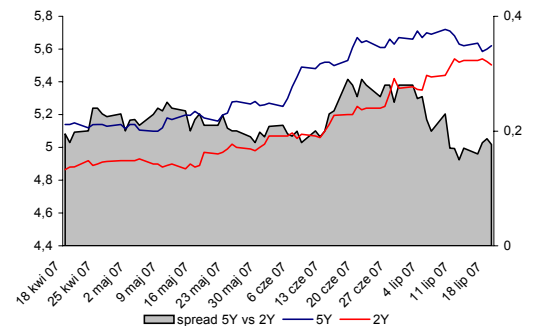
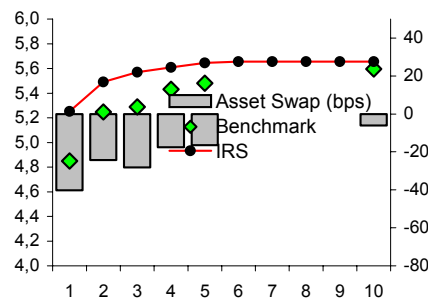


Źródło: Reuters

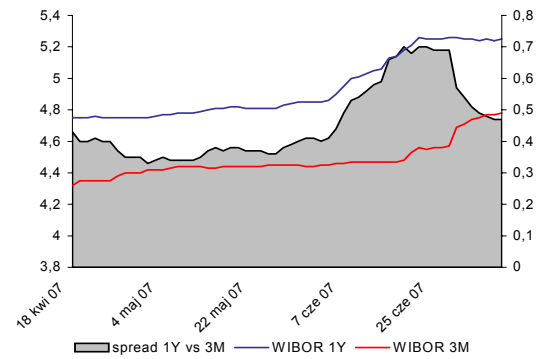
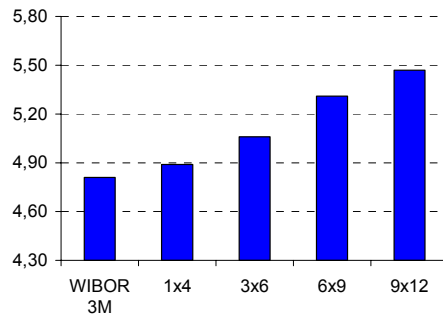
USDPLN		
SPOT	2,7160	2,7190
ATM	BID	ASK
1 W	6,90	7,90
1 M	6,90	7,90
2 M	6,90	7,90
3 M	6,95	7,95
6 M	7,15	7,85
1 Y	7,15	7,85
DELTA = 25		
	1 M	1 Y
RR	1,25	1,20
Fly	0,30	0,40

Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	5,21	5,29
2Y	5,46	5,54
3Y	5,56	5,64
4Y	5,58	5,66
5Y	5,60	5,71
6Y	5,60	5,69
7Y	5,58	5,69
8Y	5,60	5,69
9Y	5,60	5,69
10Y	5,58	5,69



depo	BID	ASK
ON	4,45	4,65
1M	4,56	4,71
3M	4,57	4,81
FRA	BID	ASK
1x2	4,74	4,79
1x4	4,84	4,89
3x6	5,01	5,06
6x9	5,26	5,31
9x12	5,42	5,47



Najważniejsze wydarzenia i publikacje danych makroekonomicznych piątek, 20 lipca 2007

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
EMU	-	Wystąpienie szefa ECB Tricheta	-	-	-	-

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 UPZEDNIEGO 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 POPZEDNIEGO 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 UPZEDNIĄ PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.