



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

czwartek, 16 sierpnia 2007

Makroekonomia

Inflacja w lipcu poniżej oczekiwań analityków (ale nie RPP)

Na skutek silnego spadku cen żywności inflacja w lipcu okazała się niższa od oczekiwań.

Na skutek korzystnego efektu bazy inflacja netto znalazła się na poziomie 1,5%

Spodziewamy się spadku inflacji w sierpniu, a następnie dalszych wzrostów w kolejnych miesiącach do ok. 3,0% na koniec tego roku

Roczny wskaźnik inflacji spadł w lipcu do 2,3% (konsensus prognoz 2,4%) z 2,6% zanotowanych w czerwcu. Spadek ten spowodowany jest przede wszystkim efektem wysokiej bazy (podwyżki cen internetu i gier losowych w 2006 roku). **Rozbieżności pomiędzy prognozami a opublikowaną daną należy przede wszystkim zrzucić na karb cen żywności.** Ceny żywności spadły w lipcu o 1,6% m/m, co jak oceniamy wynikało głównie ze spadku cen warzyw (spadek ten, jak szacujemy będzie również wpływał na dane sierpniowe). Mocniej niż oczekiwaliśmy, bo aż o 3,4% wzrosły natomiast ceny wyrobów tytoniowych (opóźniony efekt podwyżki akcyzy). Zgodnie z naszymi oczekiwaniami kształtowały się w lipcu ceny w pozostałych kategoriach, w tym w kategoriach popytowych. **Wysokie wzrosty miesięczne 0,4% (i 3,7% r/r) w kategorii hotele i restauracje, mogą świadczyć o uwidaczniającym się wzroście cen usług** (na podstawie dostępnego na dzień dzisiejszy rozbitcia nie można ocenić zmiany cen w pozostałych kategoriach usług). Szacujemy, że roczny wskaźnik inflacji netto spadł w lipcu, ze względu na powyżej opisany efekt wysokiej bazy, do 1,5%.

Oczekujemy, że inflacja spadnie w sierpniu w okolice 2,0%. Ostateczna dana zależeć będzie od tego czy spadek cen warzyw zrównoważy wzrost ceny owoców.

Należy podkreślić, że niska inflacja w okresie letnim jest antycypowana przez RPP i nie powinna zdeterminować losów najbliższej podwyżki stóp. Większą uwagę, o czym świadczą choćby komentarze członków RPP (J. Czekaja i H. Wasilewskiej-Trenkner) bezpośrednio po publikacji danych o inflacji, Rada przykładać będzie do danych o płacach, jako że wysokie wzrosty wynagrodzeń zwiększają ryzyko wzrostu inflacji w średnim okresie.

Podtrzymujemy nasz scenariusz podwyżek o 100 bps w ciągu 12 najbliższych miesięcy. Uważamy również, że z prawdopodobieństwem 60% RPP może zdecydować się na kolejną wyprzedzającą podwyżkę w sierpniu. Kolejne podwyżki będą już odpowiedzią na rosnącą inflację.

Podaż pieniądza M3 wzrosła w lipcu o 0,8% m/m

Wzrost miesięczny podaży pieniądza na poziomie 0,8% należy ocenić jako zbliżony do konsensusu prognoz. Ponownie znacząco wzrosły dynamiki kredytów dla gosp. domowych i przedsiębiorstw (3,9% i 1,8% m/m). Po stronie depozytów utrzymuje się wysoka dynamika depozytów samorządów (co związane jest z wyjątkowo korzystną sytuacją finansów publicznych) i instytucji niekomercyjnych. Zmiany w metodologii liczenia podaży pieniądza wprowadzone przez NBP powodują, że nie można precyzyjnie oszacować rocznej dynamiki agregatów. Jak podaje NBP, w najbliższym czasie zostaną opublikowane historyczne szeregi (począwszy od 2001 roku) przeliczone według nowej metodologii

S. Nieckarz nie widzi potrzeby podwyżek stóp

Dr Nieckarz uważa, że inflacja jest pod kontrolą...

a jej obecny wzrost wynika z wpływu czynników popytowych i ma jedynie charakter przejściowy.

W przyszłym roku dynamika płac powinna być niższa niż w obecnym

Według członka RPP dr S. Nieckarza inflacja w najbliższym okresie pozostanie pod kontrolą. Nieckarz uważa, że w III kwartale roczny CPI wyniesie ok. 2,0%, a na przełomie roku ukształtuje się na poziomie nieznacznie przekraczającym środek celu, czyli 2,5%. Co ciekawe **z wypowiedzi członka Rady wynika, że wzrost inflacji na przełomie roku będzie miał charakter przejściowy, a w drugim kwartale 2008 powinna ona ponownie spaść.** Nieckarz zwraca ponadto uwagę, że obecny wzrost inflacji wynika głównie z działania czynników o charakterze popytowym, w szczególności cen żywności – inflacja netto jego zdaniem nie powinna przekroczyć 2,0%. Z kolei inflacja CPI w 2009 roku przy pięcioprocentowym tempie wzrostu PKB znajdzie się w przedziale 2,5-3,5%. Nieckarz jako największy czynnik ryzyka widzi wysoki wzrost wynagrodzeń i pogorszenie się relacji wzrostu płac do wydajności pracy. Jednak w jego opinii „niekorzystny przebieg tendencji w zakresie wzrostu wydajności pracy, płac oraz kosztów pracy w gospodarce był znany już w pierwszych miesiącach roku i stały się jednym z ważnych powodów wyprzedzającego, mocnego zaostrzenia polityki pieniężnej”. Ponadto uważa on, że pogarszająca się rentowność firm zahamuje wysoki obecnie wzrost płac – jego zdaniem w przyszłym roku dynamika płac powinna być już niższa niż w obecnym.

Kolejna gołębia wypowiedź dr Nieckarza świadczy o tym, że Nieckarz głęboko wierzy w mechanizmy samoregulujące w gospodarce. Jego zdaniem możliwości podnoszenia cen przez firmy są obecnie na tyle małe, że na spadek rentowności przedsiębiorcy będą reagowali ograniczeniem kosztów, a nie wzrostem cen. **Dr Nieckarz jest zdecydowanym przeciwnikiem podnoszenia stóp, jednak w najbliższym czasie to nie jego głos będzie decydował o kształcie polityki pieniężnej.**

Dzisiaj publikacja danych o wynagrodzeniach i zatrudnieniu za lipiec

Szacujemy, że zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw ciągle rośnie w wysokim tempie 4,6% r/r. Wzrost płac w lipcu szacujemy na 8,8% r/r. Nasza prognoza jest nieco niższa od konsensusu 9,1% ze względu na uwzględnienie przesunięć premii. Oceniamy jednak, że po oczyszczeniu z efektów jednorazowych dynamika płac będzie przekraczać w najbliższych miesiącach 9%. Wysokie dynamiki płac będą naszym zdaniem odczytane przez RPP jako czynnik mogący prowadzić do wzrostu presji inflacyjnej w przyszłości. Stąd to właśnie te dane mogą w znacznym stopniu zdeterminować ścieżkę stóp procentowych w najbliższym okresie

Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,7842	2,7873

EUR/USD 1,3420 EUR/JPY 155,65 EUR/PLN 3,8415 USD/PLN 2,8625 (-21,7% wzg. koszyka).

Sesje azjatycka oraz europejska przyniosły dalszą wyprzedzań euro wobec dolara oraz jena, do pogorszenia nastrojów wobec wspólnej waluty przyczyniła się informacja, że hiszpański Santander posiada 2.2 mld EUR ekspozycji na rynku kredytów hipotecznych „sub-primes”. Dane dot. PKB strefy euro (0,3% kw/kw oraz 2,5% r/r) również rozczarowały inwestorów, wzmacniając obawy, że ECB może się wstrzymać z kolejną (zapowiadaną już) podwyżką stóp procentowych. Przełamanie poziomu wsparcia 1,3610/1,3590 EUR/USD uruchomiło zlecenia stop-loss, w efekcie kurs euro zniżył się do poziomu 1,3564 wobec dolara oraz równocześnie – do poziomu 159,90 wobec jena. Wyraźnie traciły na wartości tradycyjne waluty „carry” (AUD, NZD) a także funt – po publikacji zaskakujących danych o spadku

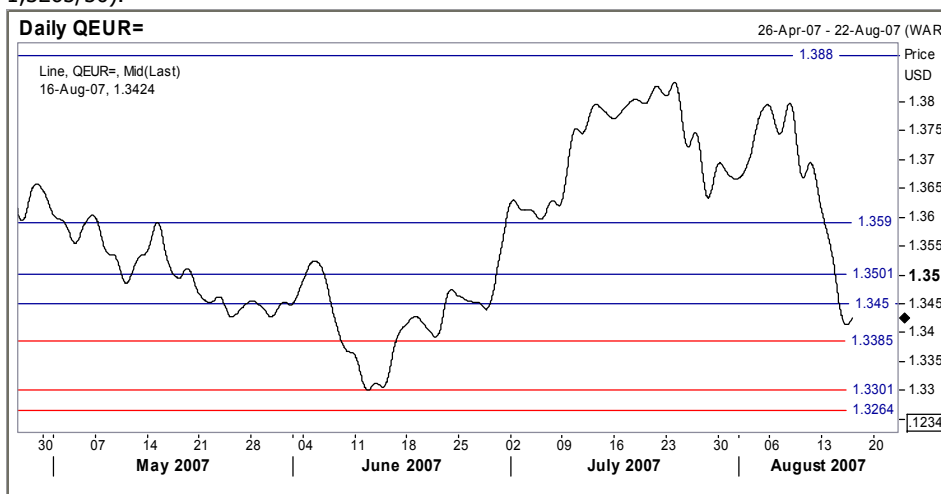
inflacji w UK (1,9% r/r) – GBP/USD zniżkował do poziomu 1,9983! Publikacja figur z USA nie wpłynęła znacząco na notowania dolara (bazowy ceny produkcji wzrosły jedynie o 0,1% m/m), w godzinach popołudniowych kurs EUR/USD pozostawał w paśmie wahań 1,3570-90.. Globalne nastroje (carry) zdecydowały o stopniowym osłabieniu walut regionu CE4, zwłaszcza forinta (EUR/HUF zwyżkował pod koniec sesji do poziomu 255,55). Złoty tracił stopniowo na wartości w trakcie sesji (3,7915 EUR/PLN), publikacja danych dot. inflacji (2,3% r/r wobec oczekiwanych 2,4%) nie wpłynęła znacząco na nastroje inwestorów. Pod koniec dnia zlecenia z NY zdecydowały o przełamaniu poziomu oporu 3,7950 EUR/PLN – w efekcie kurs euro zwyżkował do poziomu 3,8060 (USD/PLN odp. 2,8030).

Korekta na rynkach bazowych (oraz r. wschodzących) przybrała na sile, wyprzedaży akcji towarzyszyła gwałtowna likwidacja pozycji „carry”; w trakcie sesji azjatyckiej (16/08) jen umocnił się do poziomów odp. 115,70 wobec dolara oraz 155,00 wobec euro. Globalne umocnienie jena oraz dolara (m. innymi poprzez repatriację zysków) sprawiło, że EUR/USD zniżkował stopniowo do poziomu 1,3387 (silnego poziomu wsparcia). W najbliższym okresie trend nadal będzie wyznaczać ucieczka od ryzyka (likwidacja pozycji carry, długich pozycji na rynkach wschodzących), przełamanie wsparcia 1,3385 EUR/USD otwiera drogę na 1,3265.. Kluczowe poziomy wsparcia w krótkim terminie na jenie – EUR/JPY 155,00 oraz USD/JPY 115,00.. Przy ograniczonej płynności waluty CE4 traciły na wartości, zwłaszcza forint (259,50 EUR/HUF). Kurs EUR/PLN zwyżkował do poziomu 3,8425.. wraz z otwarciem rynku zlecenia eksporterów powinny ograniczyć dotychczasowe osłabienie złotego, prawdopodobna wydaje się korekta do poziomu 3,8200/3,8150.. Znaczne pogorszenie sentymentu wzg. rynków wschodzących oznacza jednak możliwość dalszej wyprzedaży CE4 w krótkim terminie (przełamanie 3,8450/3,8500 EUR/PLN otwiera drogę na 3,87/88).

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Przełamanie 1,3590 (zlecenia stop-loss) potwierdziło zmianę trendu w średnim terminie; korekta powinna być ograniczona do 1,3500/35.. po czym możemy spodziewać się kolejnego testu poziomów wsparcia 1,3400/3,3385 (przełamanie otwiera drogę na 1,3265/50).

wsparcie	opór
1,3385	1,3590
1,3300	1,3500
1,3265	1,3450



Źródło: Reuters

Krótkoterminowe prognozy, Złoty

EURPLN		
SPOT	3,8284	3,8299
ATM	BID	ASK
1 W	6,00	7,00
1 M	5,70	6,70
2 M	5,60	6,60
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	1,00	1,00
Fly	0,30	0,38

Konsolidacja powyżej 3,8250/3,8200 sugeruje dalsze osłabienie złotego w krótkim terminie, przełamanie poziomów oporu 3,8450/3,8500 może uruchomić kolejne zlecenia stop-loss.

wsparcie	opór
3,8320	3,8605
3,8250	3,8520
3,8150	3,8450

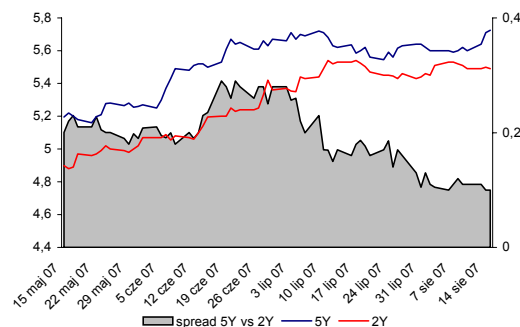
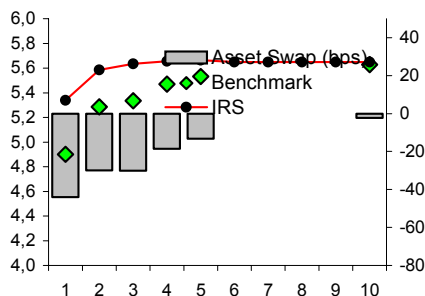


Źródło: Reuters

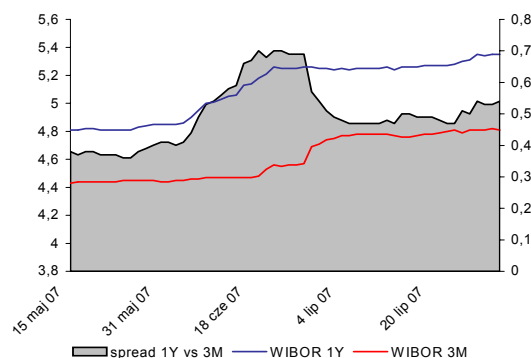
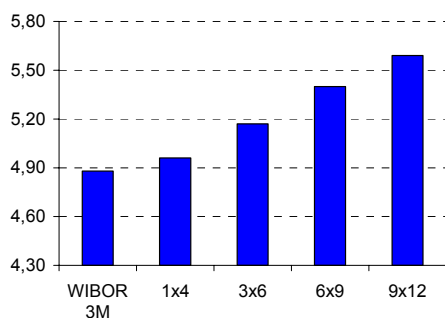
USDPLN		
SPOT	2,8484	2,8507
ATM	BID	ASK
1 W	8,25	9,25
1 M	7,50	8,50
2 M	7,50	8,50
3 M	7,50	8,50
6 M	7,55	8,25
1 Y	7,55	8,25
DELTA = 25		
	1 M	1 Y
RR	1,00	1,10
Fly	0,30	0,35

Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	5,32	5,44
2Y	5,59	5,70
3Y	5,66	5,77
4Y	5,69	5,80
5Y	5,69	5,80
6Y	5,69	5,81
7Y	5,69	5,81
8Y	5,70	5,80
9Y	5,70	5,80
10Y	5,70	5,80



depo	BID	ASK
ON	4,50	4,60
1M	4,54	4,74
3M	4,69	4,88
FRA	BID	ASK
1x2	4,80	4,85
1x4	4,91	4,96
3x6	5,13	5,17
6x9	5,36	5,40
9x12	5,55	5,59



Najważniejsze wydarzenia i publikacje danych makroekonomicznych czwartek, 16 sierpnia 2007

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
Polska	14:00	Płace w sekt. przedsiębiorstw r/r	lipiec	8,8%	9,1%	9,3%
Polska	14:00	Zatrudnienie w sekt. przeds. r/r	lipiec	4,6%	4,6%	4,6%
EMU	11:00	Inflacja HICP r/r	Lipiec	-	1,8%	1,9%
USA	14:30	Nowe budowy	Lipiec	-	1,405 mln	1,467 mln
USA	14:30	Liczba nowych bezrobotnych	Ostatni tydzień	-	313 tys.	316 tys.
USA	18:00	Indeks Philadelphii FED	Sierpień	-	9,0	9,2

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