



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

wtorek, 21 sierpnia 2007

Makroekonomia

Produkcja zgodna z oczekiwaniami. Jastrzębie wypowiedzi członków RPP

*Dane o produkcji
okazały się zbliżone do
oczekiwań rynku...*

*...i nie wskazują, aby
istniało ryzyko
osłabienia wzrostu
gospodarczego.*

*Halina Wasilewska –
Trenkner ocenia, że
możliwe jest gwałtowne
odbicie inflacji*

*Jan Czekaj widzi wzrost
zagrożeń dla inflacji*

Produkcja przemysłowa wzrosła w lipcu o 10,4% r/r, wobec 5,6% zanotowanych w czerwcu. Należy jednak podkreślić, że wyższy roczny wskaźnik wynika przede wszystkim z różnicy w liczbie dni roboczych. Po skorygowaniu o ten czynnik w lipcu produkcja przemysłowa wzrosła o 8,3% r./r wobec 8,0% zanotowanych w czerwcu. Pomimo iż od kilku miesięcy wskaźnik produkcji przemysłowej nie zbliża się do rekordów z początku roku, to naszym zdaniem dynamiki rzędu 8% nie powinny być powodem do zmartwień. Co więcej nie ma oznak, aby sytuacja w przemyśle miała się pogarszać w najbliższych miesiącach.

Naszym zdaniem dane o produkcji pozostaną bez większego wpływu na najbliższą decyzję RPP. **Dynamiki produkcji, niższe niż jeszcze kilka miesięcy temu i rosnące płace wskazują, że polska gospodarka zbliża się do punktu w którym rosnące jednostkowe koszty pracy mogą przełożyć się na presję cenową** (implikacja: konieczność podwyżek stóp). Nie sądzimy jednak aby istniało duże ryzyko wyraźnego zahamowania wzrostu gospodarczego, a więc konieczności implementowania mniej restrykcyjnej polityki monetarnej. Wydaje się, że najbliższa decyzja RPP może być w mniejszym stopniu uzależniona o danych o płacach i jednostkowych kosztach pracy aniżeli od tego jak Rada zinterpretuje sytuację na rynkach finansowych.

Jako skłaniające do podwyżek stóp zinterpretowała lipcowe dane dr Halina Wasilewska – Trenkner z RPP. Jej zdaniem dynamika płac jest wyższa niż założona w projekcji, a wzrost produkcji i tym samym wydajności pracy ponownie okazały się niższe od wzrostu płac, co może w przyszłości zaowocować gwałtownym wzrostem inflacji. **Wasilewska – Trenkner ocenia, że kryzys na światowym rynku finansowym może przełożyć się na wzrost awersji do ryzyka i osłabienie kursu złotego, co implikowałoby konieczność zaostrzenia polityki pieniężnej.** Warto jednak nadmienić, że bilans ryzyk nie jest tak jednostronny jak przedstawia to członkini RPP. Spadek cen akcji w USA może przełożyć się na osłabienie gospodarki światowej i spadek popytu zagranicznego na polskie towary. Ponadto obniżenie wyceny polskich akcji może mieć pewien efekt majątkowy dla gospodarstw domowych i wpłynąć na obniżenie dynamiki konsumpcji. Tym niemniej zgadzamy się z członkinią RPP, że ryzyko osłabienia kursu jest obecnie większe niż osłabienie tempa wzrostu gospodarczego.

W gruncie rzeczy podobną opinię zaprezentował członek RPP J. Czekaj. Ocenia on, że „*jeśli nie stanie się nic gwałtownego, nie będzie żadnego szoku to najbardziej prawdopodobne są podwyżki po 25 punktów bazowych*”. **Zdaniem Czekaja zagrożenia dla inflacji się zwiększają, co związane jest z faktem iż wzrost w Polsce ma charakter trwały i coraz częściej prowadzi do narastania napięć w gospodarce.** Czekaj podkreślił, że w

Radzie nie ma obawy przed podwyżkami stóp. Jednak podwyżki uzależnia on od rozwoju sytuacji na świecie. Czekaj wskazał jednocześnie na inflacyjny charakter niedawnego osłabienia złotego. Nie jest więc jasne, czy RPP nie zdecyduje się na podwyżkę choćby w celu stabilizacji kursu złotego.

Wypowiedź J. Czekaja naszym zdaniem wskazuje na „podwyżkowy nastrój” w polskiej RPP.

Prawdopodobieństwo podwyżki w sierpniu oceniamy na 60%.

Na dzień dzisiejszy oceniamy, że prawdopodobieństwo podwyżki stóp procentowych w sierpniu o 25 bps to około 60%. Wygaszenie oczekiwań na podwyżki stóp w strefie euro i oczekiwania na obniżki w USA mogą jednak krótkookresowo zaburzyć cykl podwyżek w Polsce. Nie można jednak wykluczyć, że brak podwyżki mógłby przyczynić się do dalszego osłabienia złotego (i wzrostu ekspansywności polityki monetarnej mierzonej na podstawie MCI), co przyczyniłoby się do szybszego wzrostu inflacji.

Spadek dynamiki cen producenta

Wskaźnik PPI okazał się zgodny z oczekiwaniami.

W lipcu ceny produkcji sprzedanej przemysłu wzrosły o 0,4% wobec czerwca, co przełożyło się na wzrost w skali roku o 1,5% (prognoza BRE: 1,5%, konsensus: 1,5%). Najsilniej wzrosły cen w górnictwie, o 1,2% m/m, w przetwórstwie przemysłowym wzrost cen był nieco niższy i wyniósł 0,6% m/m, w tym wzrost cen paliw 2,8% m/m. Spodziewamy się, że w kolejnych dwóch miesiącach roczny wskaźnik PPI powinien utrzymać się na poziomie zbliżonym do obecnego. Z kolei od listopada, ze względu na niekorzystny efekt bazy będziemy obserwowali wzrost rocznego PPI do poziomu powyżej 3,5%.

Pod koniec roku spodziewamy się wzrost PPI do 3,5%.

Warto podkreślić, że duża zmienność wskaźnika PPI wynika głównie z wahań cen paliw i metali. **Jeżeli oczyścimy wskaźnik cen produkcji w przemyśle przetwórczym z wpływu cen paliw i metali, to widzimy, że od początku tego roku wskaźnik ten kształtuje się na znacznie wyższym poziomie niż w ubiegłym roku, co odzwierciedla wzrost presji inflacyjnej.** Należy jednak podkreślić, że przełożenie się wzrostu cen producenta na ceny konsumenta jest procesem dość długim i z tego względu wzrost PPI nie musi oznaczać natychmiastowego wzrostu cen detalicznych.

Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,8250	2,8350

EUR/USD 1,3475 EUR/JPY 155,00 EUR/PLN 3,8350 USD/PLN 2,8460 (-21,95% wzg. koszyka).

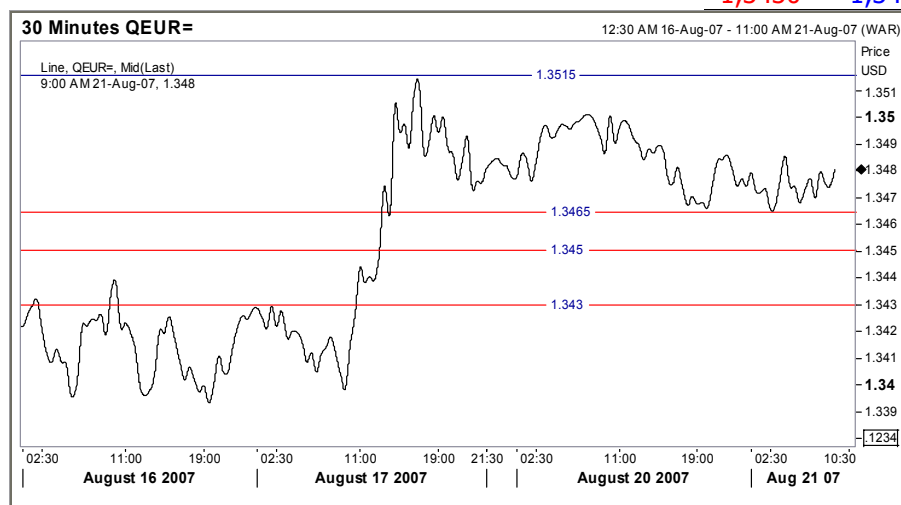
Początek tygodnia przyniósł poprawę nastrojów na rynku po (nieoczekiwanej) piątkowej decyzji Fed o obniżeniu stopy dyskontowej o 50 pb. Giełdy azjatyckie zdecydowanie zwyżkowały (Nikkei ok. 3%), również waluty „carry” odreagowały wcześniejsze spadki. Apetyt na ryzyko był jednak ograniczony, przy trwającej niepewności inwestorów odnośnie skali i skutków kryzysu na rynku kredytowym. Kurs EUR/JPY zwyżkował na początku sesji europejskiej do poziomu 155,95 (USD/JPY odpowiednio do poziomu 115,50), poranny entuzjazm rynku okazał się jednak nietrwały i już podczas sesji nowojorskiej jen ponownie zyskiwał na wartości, przełamując poziomy wsparcia (155,00 EUR/JPY oraz 115,00 USD/JPY). Kurs EUR/USD, przy zrównoważonym rynku pozostawał w paśmie 1,3470-1,3510 (euro traciło nieznacznie na wartości pod koniec sesji), perspektywa szybszego niż oczekiwano obniżenia Fed funds nie zaszkodziła dolarowi. Poranne umocnienie złotego zostało powstrzymane już na poziomie 3,8220 EUR/PLN (odp. 2,8310 USD/PLN); poziom wsparcia 3,8150 nie był testowany. Popyt na euro ze strony inwestorów zagranicznych, szczególnie w drugiej połowie dnia, spowodował wzrost kursu EUR/PLN do poziomu 3,8400/10.. Równocześnie tracił na wartości forint (259,35 EUR/HUF). Na zamknięcie sesji EUR/PLN był kwotowany na poziomie 3,8350.

Rynek pozostaje szczególnie wrażliwy na informacje dot. kryzysu „sub-primes” w USA, odreagowanie wcześniejszych spadków na giełdach ma charakter korekcyjny - podobnie jak osłabienie jena, po ostatniej fali wyprzedzaży EUR/JPY oraz USD/JPY.. Nadal kruche nastroje na rynkach bazowych oznaczają ryzyko dalszego osłabienia walut „carry” oraz rynków wschodzących; wyprzedzaż złotego, wobec perspektywy podwyżki stóp na najbliższym posiedzeniu RPP powinna być jednak ograniczona (w średnim terminie). W krótkim terminie silnym poziomem oporu pozostaje 3,8650 EUR/PLN.

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Konsolidacja ok. 1,3480 (przy rosnącej presji na umocnienie jena)
sugeruje test wsparcia 1,3465/50 (ewentualnie 1,3430).

wsparcie	opór
1,3465	1,3535
1,3450	1,3515
1,3430	1,3490



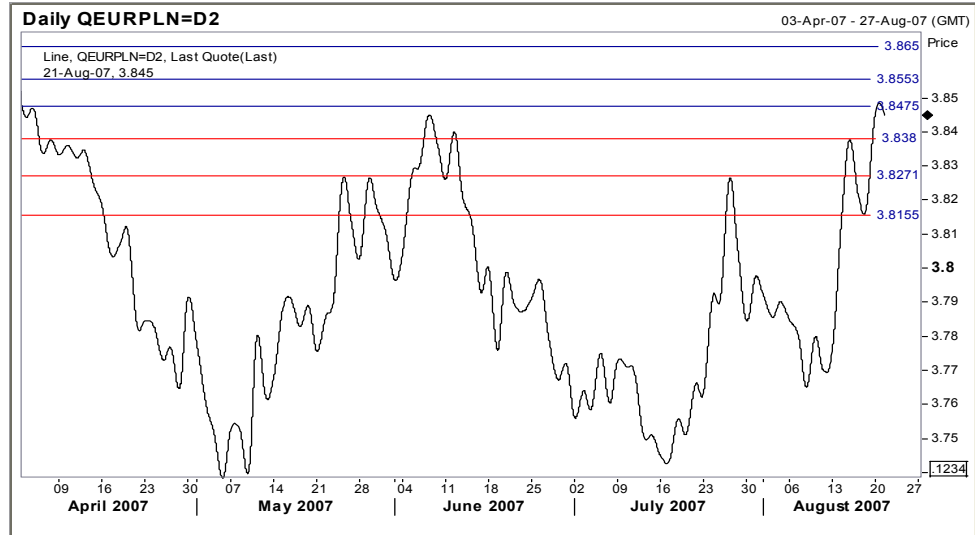
Źródło: Reuters

Krótkoterminowe prognozy, Złoty

EURPLN		
SPOT	3,8418	3,8465
ATM	BID	ASK
1 W	6,50	7,50
1 M	6,40	7,40
2 M	6,10	7,10
3 M	5,90	6,90
6 M	5,90	6,60
1 Y	5,80	6,50
DELTA = 25		
	1 M	1 Y
RR	1,20	1,10
Fly	0,30	0,38

Odbicie od poziomu wsparcia 3,8150/3,8200 sugeruje ponowny test poziomów oporu 3,8475/3,8550 (kluczowym poziomem oporu w krótkim terminie pozostaje 3,8650).

wsparcie	opór
3,8380	3,8650
3,8270	3,8550
3,8155	3,8475

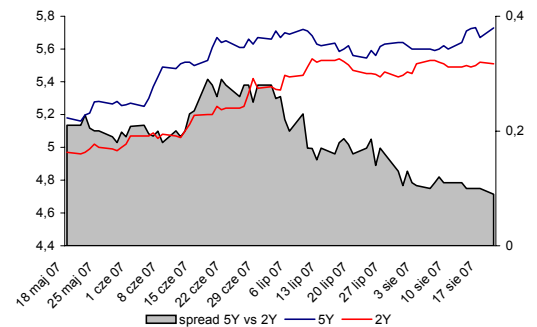
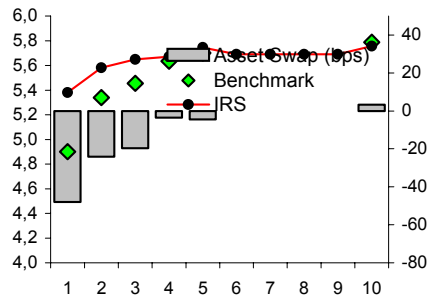


Źródło: Reuters

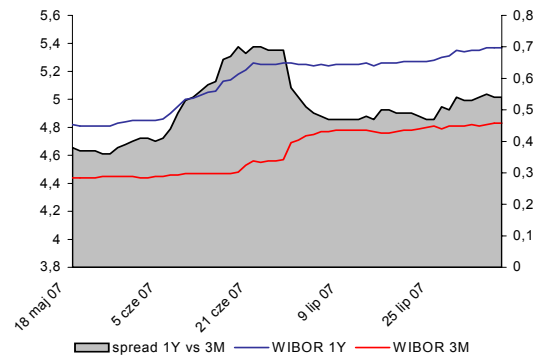
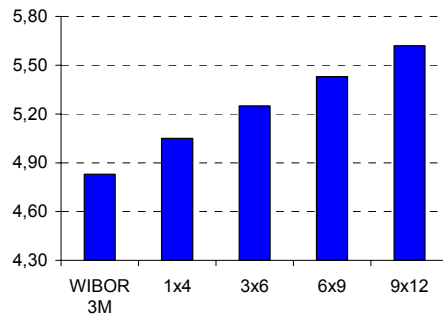
USDPLN		
SPOT	2,8524	2,8547
ATM	BID	ASK
1 W	10,00	11,00
1 M	8,75	9,75
2 M	8,50	9,50
3 M	8,20	9,20
6 M	8,15	8,85
1 Y	8,00	8,70
DELTA = 25		
	1 M	1 Y
RR	1,30	1,10
Fly	0,30	0,35

Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	5,35	5,45
2Y	5,60	5,67
3Y	5,66	5,75
4Y	5,70	5,77
5Y	5,68	5,79
6Y	5,70	5,78
7Y	5,70	5,79
8Y	5,70	5,79
9Y	5,70	5,79
10Y	5,69	5,80



depo	BID	ASK
ON	4,40	4,60
1M	4,48	4,70
3M	4,63	4,83
FRA	BID	ASK
1x2	4,88	4,93
1x4	4,98	5,05
3x6	5,20	5,25
6x9	5,39	5,43
9x12	5,58	5,62



Najważniejsze wydarzenia i publikacje danych makroekonomicznych wtorek, 21 sierpnia 2007

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
Niemcy	11:00	ZEW	sierpień	-	85,0	88,2

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