



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

STRON: 5

Daily Letter

piątek, 31 sierpnia 2007

Makroekonomia

Zapasy podciągnęły wzrost PKB

O dobrym wyniku gospodarki zdecydował przede wszystkim wysoki wzrost zapasów

Według GUS PKB wzrósł w drugim kwartale o 6,7% w stosunku do analogicznego kwartału zeszłego roku (prognoza BRE: 6.1%, k=6,0%). Pomimo, iż wzrost PKB jest wyższy od oczekiwań rynku i naszych, to jednak jego dekompozycja wskazuje, że o tak dobrym wyniku gospodarki zdecydował przede wszystkim wysoki wzrost zapasów. Wbrew oczekiwaniom konsumpcja indywidualna wzrosła jedynie o 5,1%, co naszym zdaniem w świetle dobrych danych o sprzedaży detalicznej, rosnących płacach i zatrudnieniu jest wartością poniżej średniookresowego trendu. Spodziewamy się, że w kolejnych kwartałach dynamika konsumpcji powróci w pobliżu 6%. Stosunkowo najbliższe oczekiwaniom okazały się dane na temat inwestycji. Ich dynamika wyniosła w drugim kwartale 22,3%. Jest to nieco mniej niż w rekordowym pierwszym kwartale, ale biorąc pod uwagę ich większą wagę w PKB kontrybucja we wzroście PKB utrzymała się na zbliżonym poziomie (+3,8 wobec +3,6 w poprzednim kwartale). Największą zagadką pozostają zapasy. Gdyby ich wpływ na wzrost PKB pozostał bliski zera tak jak w poprzednich kwartałach, to dynamika wzrostu PKB w drugim kwartale wyniosłaby nie 6,7%, a jedynie niecałe 5%. **Nadzwyczajny wzrost zapasów oznacza, że z jednej strony przedsiębiorstwa musiały odbudować normalny stan zapasów po bardzo dobrych poprzednich kwartałach, z drugiej natomiast oczekiwały dalszego dynamicznego wzrostu w przyszłości. Choć rosnące zapasy mogą rodzić pewne obawy o dynamikę wzrostu w krótkim okresie, to jednak naszym zdaniem ryzyko spowolnienia jest obecnie niewielkie.** Dane o sprzedaży za lipiec potwierdzają, że dynamika konsumpcji pozostaje wysoka, cały czas rośnie siła nabywcza przedsiębiorstw. Dlatego spodziewamy się, że w kolejnych kwartałach dynamika PKB będzie utrzymywała się w granicach 5-6%. Należy przy tym zwrócić uwagę, że w rachunkach na-rodowych zapasy pozostają wartością rezydualną obejmującą wszystkie pozycje, których GUS nie jest w stanie sklasyfikować. **Niewykluczone zatem, że przy kolejnej publikacji danych GUS skoryguje tą pozycję na korzyść konsumpcji i inwestycji. Na skutek wzrostu zapasów dynamika popytu wewnętrznego wzrosła z 8,5% w Q1 do 9,3%, kontrybucja eksportu netto spadła z -1,1 do -2,6.**

Choć rosnące zapasy mogą rodzić pewne obawy o dynamikę wzrostu w krótkim okresie, to jednak naszym zdaniem ryzyko spowolnienia jest obecnie niewielkie.

Komentarze członków RPP po publikacji danych o PKB

Członkowie RPP odebrali dane o PKB jako potwierdzenie wzrostowych tendencji w gospodarce

Wczorajsze dane niewątpliwie dostarczą argumentów zarówno zwolennikom jak i przeciwnikom podwyżek stóp. „Jastrzębie” będą podkreślały rekordowo wysoki wzrost popytu wewnętrznego i PKB, z kolei „gołębie” zwrócą uwagę na niższą od oczekiwań dynamikę konsumpcji i wzrost potencjalnego PKB jak efekt rosnących inwestycji. Również wysokie zapasy mogą być interpretowane zarówno jako oczekiwania na dalszy dynamiczny wzrost popytu, ale też jako sygnał przeinwestowania przedsiębiorstw. Dlatego sądzimy, że RPP z podjęciem kolejnej decyzji o podwyżce będzie czekała na dalsze dane z gospodarki, w szczególności na dane o produkcji i sprzedaży detalicznej. Naszym zdaniem następną

podwyżka nastąpi w październiku lub listopadzie.

Komentarze członków RPP które pojawiły się właśnie wczoraj były natomiast dość ogólne i nie dotyczyły struktury wzrostu w II kw., stąd czekamy na bardziej dogłębną diagnozę sytuacji w nadchodzących dniach.

Zdaniem M. Nogi z RPP dane o PKB w II kw. potwierdzają słuszność sierpniowej podwyżki stóp. Jego zdaniem potrzebna będzie jeszcze jedna podwyżka stóp w tym roku. O ile wypowiedź prof. Nogi doskonale wpisuje się w jego wcześniejszą retorykę, trochę zdziwił nas komentarz prof. Pietrewicza, uważanego dotąd z „gołębiego” członka Rady. Jego zdaniem wysoki wzrost gospodarczy „dobrze wpisuje się w sierpniową podwyżkę. Pietrewicz oczekuje jednak, że dokonane zacieśnienie może obniżyć napięcia związane z wysokim wzrostem gosp.

Dziś rano w radiowym wywiadzie H. Wasilewska-Trenkner odebrała dane o PKB za II kw. jako gwarancję, że wzrost utrzyma się powyżej 6% przez kilka kwartałów. Sierpniowa decyzja o podwyżce stóp była warunkowana przede wszystkim wysokim wzrostem płac i decyzjami prowadzącymi do wzrostu dochodu osób nieaktywnych zawodowo, czyli przewidywanym wzrostem wydatków socjalnych rządu, które będą bezpośrednio stymulować popyt konsumpcyjny. Wasilewska-Trenkner widzi przestrzeń dla 1-2 podwyżek w ciągu roku.

Rosną oczekiwania inflacyjne

Coraz więcej osób oczekuje wzrostu inflacji

Według NBP wskaźnik oczekiwań inflacyjnych wzrósł w sierpniu do 2,8% z 2,3% zanotowanych w lipcu. Ponieważ wskaźnik ten opiera się na przeszłej inflacji, stąd jego wzrost wynika głównie z wyższego poziomu inflacji w czerwcu (2,6%). Należy jednak zwrócić uwagę, że pogarsza się również struktura odpowiedzi gospodarstw domowych. Coraz więcej osób oczekuje wzrostu inflacji. Trzymiesięczna średnia odsetka osób oczekujących wzrostu inflacji, pomijając jednorazowy wyskok w listopadzie zeszłego roku, pozostaje na najwyższym poziomie od sierpnia 2004. Według naszych szacunków wskaźnik oczekiwań spadnie we wrześniu do 2,5-2,6%, ale od października będzie ponownie rósł.

Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,8278	2,8072

EUR/USD 1,3660 EUR/JPY 158,60 EUR/PLN 3,8215 USD/PLN 2,7975 (-22,65% wżg. koszyka).

Wypowiedź prezesa Fed Bena Bernanke, sugerująca możliwość obniżenia stóp procentowych przyczyniła się do poprawy nastrojów na rynkach bazowych podczas sesji nowojorskiej („...Fed podejmie działania konieczne, aby niepokoje dot. rynku kredytowego nie zaszkodziły gospodarce..”). Odwracanie długich pozycji w jenie spowodowało rekordową (w skali sesji) zwyżkę EUR/JPY (158,89) oraz USD

/JPY (116,19). Apetyt na ryzyko okazał się jednak ograniczony a optymizm inwestorów ucierpiał na początku sesji europejskiej po informacji o kolejnych stratach funduszy oraz banków (w Australii oraz Niemczech) związanych z rynkiem hipotecznym USA („sub-primes”). Kurs EUR/JPY zniżkował ok. 200 pipsów.. GBP/USD odpowiednio ok. 300 pipsów. Zlecenia na krosach jena w znacznej mierze determinowały notowania EUR/USD; poranna próba przełamania oporu 1,3680 nie powiodła się, w trakcie sesji wraz z korektą na relacji EUR/JPY wspólna waluta ponownie traciła na wartości wobec dolara, EUR/USD zniżkował w drugiej połowie dnia do poziomu 1,3591. Rynek nie zareagował na publikację danych makro z USA (PKB w II kw. +4%... zgodnie z oczekiwaniami), w godzinach popołudniowych

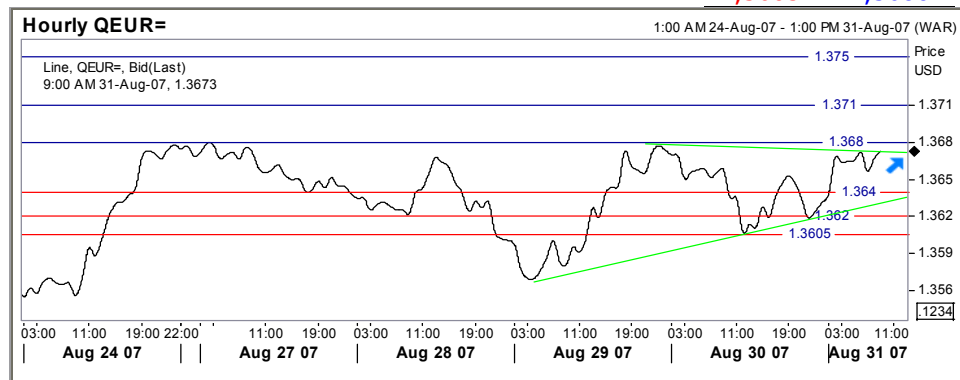
EUR/USD ustabilizował się w paśmie wahań 1,3610-30 (EUR/JPY odp. 157,20-50). Umocnienie złotego na początku sesji okazało się ograniczone (3,8250 EUR/PLN), przy zrównoważonym rynku kolejne godziny przyniosły konsolidację w paśmie 3,8270-3,8330 EUR/PLN. W większym stopniu na poprawie nastrojów skorzystał forint (EUR/HUF niżkował w trakcie sesji do poziomu 254,70) jakkolwiek w drugiej połowie dnia forint oddał część wcześniejszych zysków. Na początku sesji nowojorskiej zlecenia inwestorów zagranicznych pozwoliły złotemu umocnić się do poziomu 3,8225.

Popyt na EUR/JPY podczas sesji azjatyckiej wspierał notowania wspólnej waluty wobec dolara; jak dotąd poziom oporu 1,3680 EUR/USD obronił się, ewentualne przełamanie może uruchomić zlecenia stop-loss (powyżej 1,3710). Trwała poprawa nastrojów na rynkach bazowych nie jest jednak przesądzona, rynek uważnie będzie obserwował wystąpienie Bernanke (g. 16.00). Wraz z wyprzedzą jena prawdopodobny staje się test poziomów wsparcia 3,8150/3,8050 EUR/PLN; przełamanie otwiera drogę na 3,7930/00.

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Prawdopodobny test poziomów wsparcia 1,3680/1,3710; przełamanie otwiera drogę na 1,3750/1,3800.

wsparcie	opór
1,3640	1,3750
1,3620	1,3710
1,3605	1,3680



Źródło: Reuters

Krótkoterminowe prognozy, Złoty

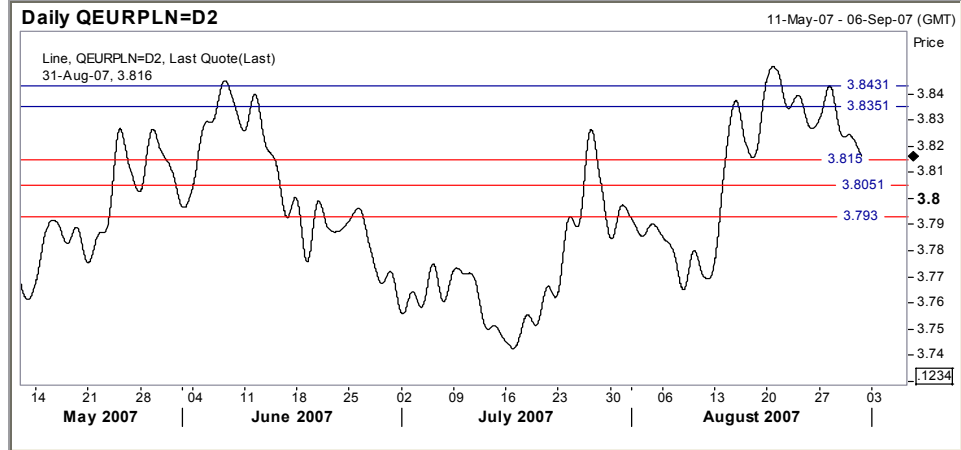
Wobec osłabienia jena prawdopodobny staje się test poziomów wsparcia 3,8150/3,8050 (kluczowych w krótkim terminie); przełamanie otwiera drogę na 3,7930/00.

wsparcie	opór
3,8150	3,8430
3,8050	3,8350
3,7930	3,8300

EURPLN		
SPOT	3,8170	3,8200
ATM	BID	ASK
1 W	6,00	7,00
1 M	5,80	6,80
2 M	5,70	6,70
3 M	5,60	6,60
6 M	5,55	6,25
1 Y	5,65	6,35
DELTA = 25		
	1 M	1 Y
RR	1,20	1,20
Fly	0,30	0,38

Wobec osłabienia jena prawdopodobny staje się test poziomów wsparcia 3,8150/3,8050 (kluczowych w krótkim terminie); przełamanie otwiera drogę na 3,7930/00.

wsparcie	opór
3,8150	3,8430
3,8050	3,8350
3,7930	3,8300

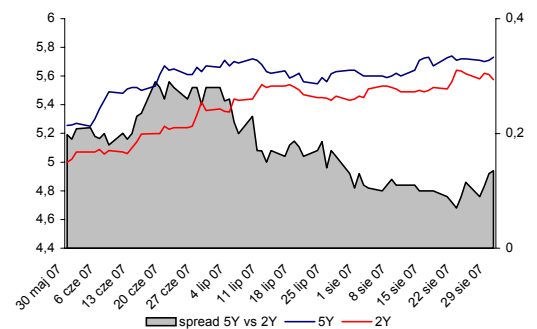
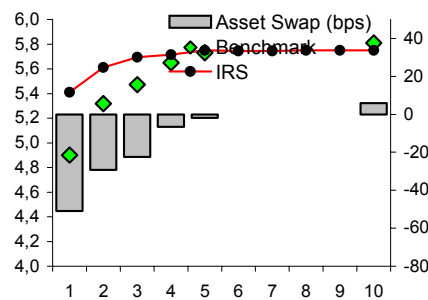


Źródło: Reuters

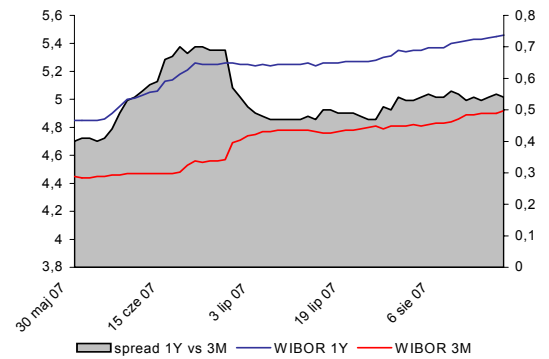
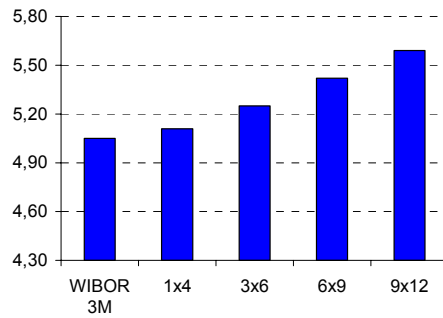
USDPLN		
SPOT	2,7939	2,7959
ATM	BID	ASK
1 W	8,50	9,50
1 M	8,30	9,30
2 M	8,30	9,30
3 M	8,10	9,10
6 M	8,15	8,85
1 Y	8,05	8,75
DELTA = 25		
	1 M	1 Y
RR	1,30	1,30
Fly	0,30	0,35

Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	5,36	5,46
2Y	5,56	5,66
3Y	5,65	5,75
4Y	5,67	5,77
5Y	5,70	5,80
6Y	5,70	5,80
7Y	5,70	5,80
8Y	5,70	5,80
9Y	5,70	5,80
10Y	5,70	5,80



depo	BID	ASK
ON	3,27	3,57
1M	4,61	4,84
3M	4,83	5,05
FRA	BID	ASK
1x2	4,89	4,96
1x4	5,06	5,11
3x6	5,21	5,25
6x9	5,37	5,42
9x12	5,55	5,59



Najważniejsze wydarzenia i publikacje danych makroekonomicznych piątek, 31 sierpnia 2007

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSSENSUS	POPZEDNIO
EMU	11:00	Inflacja, wstępne szacunki	sierpień	-	1,9%	1,8%
EMU	11:00	Wskaźnik ufności konsumenta	sierpień	-	-2	-2
USA	14:30	PCE deflator	lipiec	-	0,4%	0,1%
USA	16:00	Przemówienie Bernanke	-	-	-	-

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.