



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](mailto:research@brebank.com.pl)

**Daily Letter**

**wtorek, 6 maja 2008**

STRON: 5

## Makroekonomia

### Prognoza inflacji Ministerstwa Finansów i komentarze członków RPP

Ministerstwo Finansów prognozuje utrzymanie rocznego wskaźnika inflacji w kwietniu na poziomie sprzed miesiąca, czyli 4,1%. Prognoza ta zgodna jest z konsensusem prognoz analityków. Niemniej jednak **ze względu na ceny żywności, a zwłaszcza wyjątkowo niskie jak na tę porę roku ceny warzyw, widzimy istotne ryzyko niższego odczytu i podtrzymujemy naszą prognozę inflacji na poziomie 3,9-4,0% przy istotnym wzroście inflacji netto** (do 2,9% r/r z 2,7% r/r zanotowanych w marcu).

Prognoza MinFinu stała się przyczynkiem do komentarzy członków RPP.

*Majowa podwyżka stóp coraz częściej pojawia się w wypowiedziach członków RPP – pozostaje tylko kwestią czasu, kiedy gra rynkowa na tę podwyżkę nabierze tempa.*

S. Nieckarz wskazał na brak konieczności dalszych podwyżek stóp, cytujemy **„kolejna podwyżka byłaby o jeden most za daleko”**.

Prof. Noga zapewnił, że prognoza ta nie zmienia jego poglądu na inflację **i konieczna jest jeszcze jedna podwyżka stóp, najlepiej w czerwcu, choć nie wykluczył on również majowego terminu podwyżki**.

Bardziej precyzyjny co do oceny przyszłej inflacji okazał się prof. D. Filar. Jego zdaniem inflacją będzie w kolejnych miesiącach rosła do poziomu 4,4% w czerwcu i w pobliże 5% w sierpniu, nie przekraczając jednak tego poziomu. Po sierpniu Filar widzi stopniowe obniżanie się inflacji, która na koniec roku ma osiągnąć poziom 3,5%. Filar wyraził nadzieję, że jeszcze jedna podwyżka stóp pozwoli opanować presję inflacyjną. **Jako datę kolejnej podwyżki wskazuje on maj, najpóźniej czerwiec, warunkując jednak decyzję dobrymi danymi ze sfery realnej**. Zdaniem Filara maj jest o tyle lepszym terminem, że dostępne wówczas dane realne nie będą zakłócone efektami dni wolnych (w przeciwieństwie do danych majowych, które publikowane będą w czerwcu)

Filar uzasadnił ostatnią (kwietniową) decyzję RPP skalą zacieśnienia w pierwszym kwartale, nieco słabszymi danymi makro za marzec i wolą części RPP aby poczekać na kolejną porcję danych.

Prawdziwym wyzwaniem i źródłem istic przewrotnych hipotez jest dla nas natomiast wypowiedź prof. Czekaja. **Prof. Czekaj zaznaczył, że RPP jest ciągle w okresie zacieśnienia i że do kolejnej podwyżki stóp może dojść już w maju**, choć zależeć to będzie od danych (przypomnijmy, że od momentu ostatnich wypowiedzi prof. Czekaja wskazujących na zakłopotanie danymi marcowymi żadne nowe dane nie zostały opublikowane, skąd więc ta zmiana nastroju?). Czekaj wskazał, że jednym z powodów braku podwyżki w kwietniu była obawa, że kolejna podwyżka stóp może umocnić polską walutę i

negatywnie wpłynąć na eksporterów. Podkreślił również, że wzrost inflacji jest częściowo poza kontrolą polityki monetarnej i nadmierna jej restrykcyjność może ograniczać wzrost. Ciekawym wątkiem są również przewidywania członka RPP co do najbliższej projekcji inflacji: „może być bardziej optymistyczna i pokazywać szybszy powrót do celu, gdyż będzie uwzględniała podwyżki dokonane w tym roku i mocniejszy kurs złotego”.

I na koniec nasze podsumowanie i przewrotna hipoteza (autorstwa szefa naszych traderów): RPP jest coraz bliżej konsensusu, że do zakończenia cyklu potrzebna jest jeszcze jedna podwyżka stóp. Problem polega na odpowiednim umiejscowieniu jej w czasie (komunikacja z rynkiem itd.). **Teoretycznie mogłaby ona nastąpić w czerwcu (publikacja projekcji, dane o PKB za I kw.), jednak przewidywania co do negatywnego wpływu dni roboczych na odczyty realnych danych za maj powodują, że „nagle” równie atrakcyjny okazuje się termin majowy** (prawdopodobnie lepsze „statystycznie” dane realne, wysoka inflacja netto i wzrost wynagrodzeń).

Co do bardziej odległej przyszłości (późne lato) RPP prawdopodobnie zdecyduje się komentarzami przygotować uczestników rynku na najwyższy punkt na ścieżce inflacji (naszym zdaniem inflacja wzrośnie do poziomu pow. 5%) możliwie unikając konieczności kolejnej podwyżki stóp (naszym zdaniem wysoki poziom inflacji w sierpniu i wrześniu może jednak indukować silne oczekiwania na dalsze zacieśnienie).

## Indeks ISM non-mfg powyżej oczekiwań, ale...

Odczyt ISM dla sektora usług okazał się dużo wyższy od oczekiwań (52,0 pkt. vs. oczekiwane 49,0 pkt.). Komponent indeksu poprzednio uznawany za *headline* (Business Activity) utrzymał się także powyżej 50 punktów.

**Dokładniejsza analiza poszczególnych komponentów indeksu nie dostarcza jednak jednoznacznie pozytywnych informacji.** Na uwagę zasługuje przede wszystkim znaczny spadek nowych zamówień eksportowych (o 6,5 pkt. w ujęciu miesięcznym), który wygląda jak powrót do trendu po dużym wzroście odnotowanym miesiąc wcześniej (przypomnijmy, że eksport netto był jedną ze składowych PKB, która pozwoliła na osiągnięcie dodatniej dynamiki w I kwartale). Cały komponent zamówień utrzymał się na poziomie wskazującym na stabilizację przyszłej aktywności. Co ciekawe, znaczny skok w górę odnotował subindeks zatrudnienia (spójnie z dużym zaskoczeniem płynącym z kwietniowych danych z rynku pracy). Oszacowanie wzrostów cen ustanowiło nowy rekord – w kwietniu uplasowało się na poziomie 72,1 pkt. Narzekania na szybsze wzrosty cen pojawiły się także explicite w wypowiedziach respondentów; łączą je oni przede wszystkim z szybko rosnącymi cenami paliw i energii.

Dane stanowią kolejny element, który zachęca Fed do zajęcia stanowiska *wait-and-see*. **Z jednej strony widzimy pozytywne zaskoczenie ze strony całego indeksu, z drugiej natomiast coraz mniej korzystnie wyglądają perspektywy nowej produkcji i rośnie inflacja.** Wszystkie te elementy zachęcają do pozostawienia stóp procentowych w czerwcu bez zmian i oczekiwania na ujawnienie efektów pakietu fiskalnego.

*Dane stanowią kolejny element, który zachęca Fed do zajęcia stanowiska wait-and-see.*

## Posiedzenie RPP, 28. maja

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone według krzywej OIS*)
Podwyżka o 25 bps	<b>10%</b>
Stopy bez zmian	<b>90%</b>
Obniżka o 25 bps	<b>0%</b>

\* OIS – Overnight Index Swap

## Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,4400	2,2199

EUR/USD 1,5515 EUR/JPY 162,55 EUR/PLN 3,4390 USD/PLN 2,2165

*Spokojna sesja nowojorska, jastrzębia wypowiedź Tricheta i presja na osłabienie dolara (spadek wartości amerykańskiej waluty do 1,5535 wobec euro). Dane o ISM bez większego znaczenia dla sentymentu na rynku FX.*

*Złoty osłabił się podczas wczorajszej sesji przy małych obrotach (dzień wolny w Londynie). Przyczyn osłabienia złotego można widzieć w globalnym wzroście awersji do ryzyka.*

## Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Po zaliczeniu poziomu 1,5535/40 możliwa korekta – test wsparcia 1,5475.. Trwałe przełamanie oporu 1,5540 otwiera drogę na 1,5600/1,5635.

wsparcie	opór
1,5475	1,5635
1,5430	1,5580
1,5355	1,5540

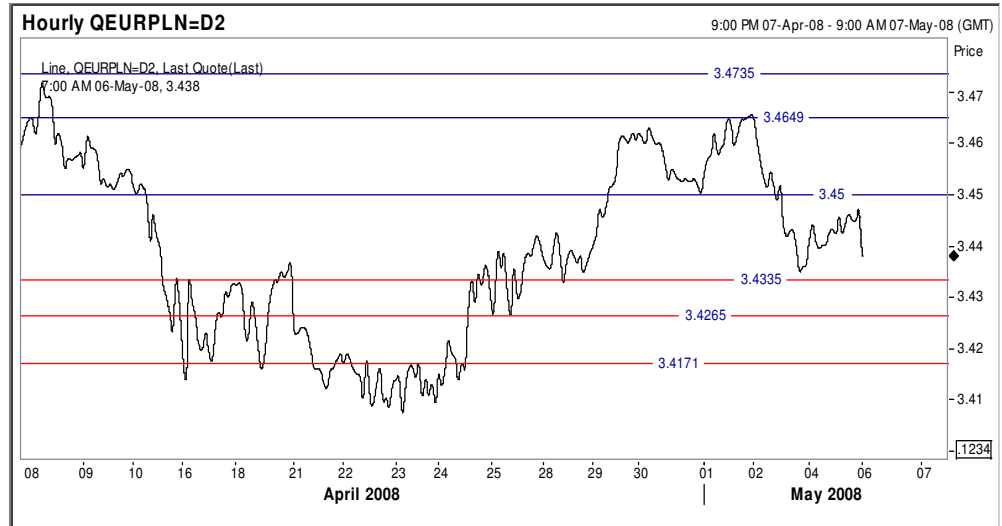


Źródło: Reuter

## Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Przy ograniczonym popycie na euro (poziom oporu 3,45 jak dotąd niezagrożony) prawdopodobna konsolidacja na obecnych poziomach; w średnim terminie celem jest silny poziom wsparcia 3,40.

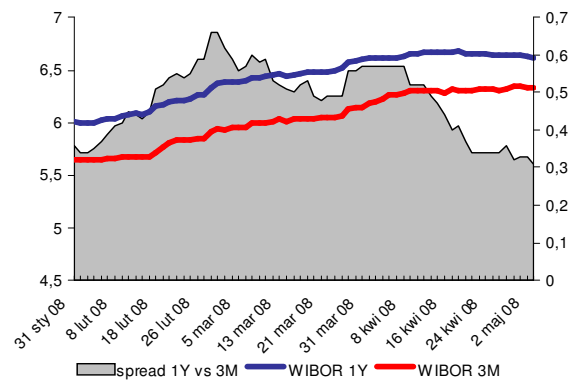
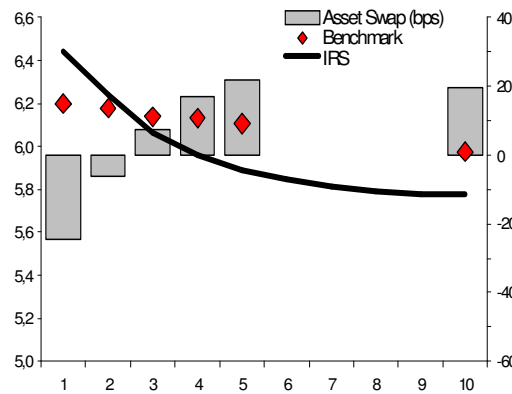
wsparcie	opór
3,4335	3,4735
3,4265	3,4650
3,4170	3,4500



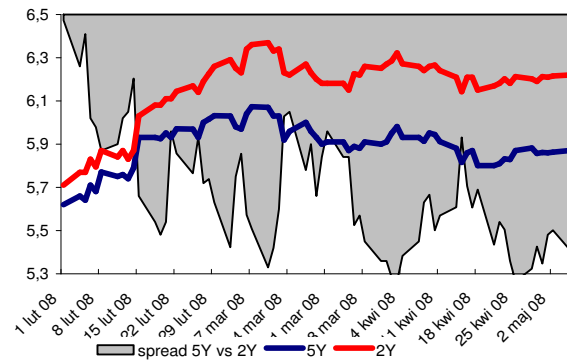
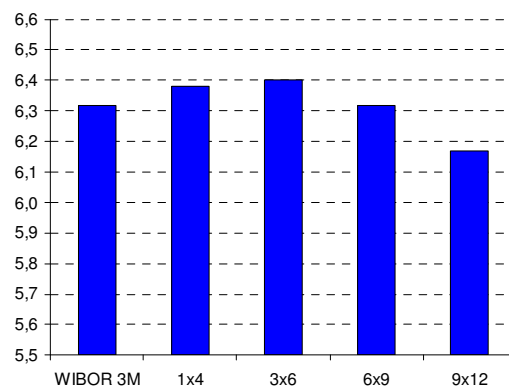
Źródło: Reuters

## Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	6,43	6,47
2Y	6,22	6,26
3Y	6,05	6,09
4Y	5,94	5,98
5Y	5,87	5,91
6Y	5,83	5,87
7Y	5,80	5,84
8Y	5,78	5,82
9Y	5,76	5,80
10Y	5,76	5,80



depo	BID	ASK
ON	5,84	6,14
1M	6,00	6,20
3M	6,12	6,32
FRA	BID	ASK
1x2	6,18	6,23
1x4	6,33	6,38
3x6	6,35	6,40
6x9	6,27	6,32
9x12	6,12	6,17



KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
10:00	EMU	PMI w usługach (final)	kwiecień	-	51,8 pkt.	51,6 pkt.

## 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, J EGO ZARZĄDU, PRACOWNIKÓW, WSPÓŁPRACOWNIKÓW, KOOPERANTÓW, AGENTÓW Z TYTUŁU PODJĘCIA PRZEZ JAKAKOLWIEK OSOBĘ DZIAŁAŃ LUB ZANIECHAŃ W ZWIĄZKU Z NINIEJSZYM OPRACOWANIEM JEST WYŁĄCZONĄ. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPZEDNIA PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.