



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****czwartek, 15 maja 2008**

STRON: 6

## Makroekonomia

### Dziś dane o bilansie płatniczym

Dziś o godz. 14 poznamy dane o saldzie na rachunku obrotów bieżących za marzec br. **Oczekujemy, że rachunek obrotów bieżących zamkną się deficytem w kwocie 1 500 mln EUR (konsensus -1355 mln EUR, w poprzednim miesiącu -1324 mln EUR).** Pogorszenie salda wynika z większego deficytu w obrotach towarowych (oczekujemy wzrostu z 930 mln EUR w lutym do 1770 mln EUR w marcu), na co wpływ ma niższa dynamika eksportu (nasza prognoza 12,6% r/r, konsensus 13,8% r/r). Prognozowane przez nas spowolnienie eksportu w marcu jest spójne z opublikowanymi dla tego miesiąca słabszymi danymi makro. Równocześnie oczekujemy powrotu do trendu dynamiki importu, która w lutym osiągnęła rekordowy, ponad 30% poziom (nasza prognoza 18,2% r/r, konsensus 16,2% r/r).

Z dzisiejszymi danymi wiążemy większe niż zazwyczaj ryzyko (symetryczne) wynikające ze zmian metodologicznych wprowadzonych przez NBP w rachunkach bilansu płatniczego w ostatnim miesiącu.

### Kwietniowa inflacja nieznacznie poniżej oczekiwań

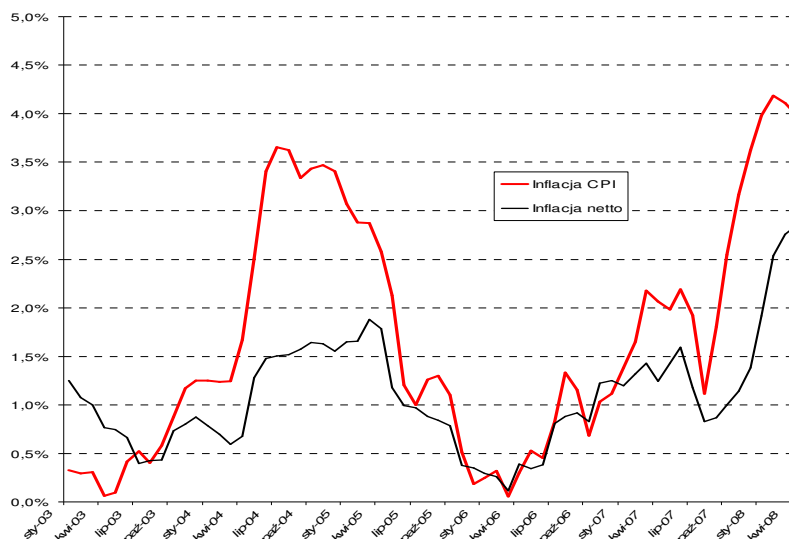
*„Szczyt” inflacji przypadnie na sierpień-wrzesień, kiedy to roczny wskaźnik prawdopodobnie przekroczy poziom 5%. Na koniec roku roczny wskaźnik inflacji powinien być zbliżony do poziomu 4% (na podobnym poziomie kształtuje się również inflacja netto).*

Roczny wskaźnik inflacji spadł w kwietniu do 4,0% (wzrost 0,4% m/m) z 4,1% (wzrost o 0,4% m/m) zanotowanych w marcu (oczekiwania analityków ukształtowały się na poziomie 4,1%). Obniżenie wskaźnika to głównie efekt niższego niż wynikałoby ze wzorca sezonowego wzrostu cen żywności (0,7% m/m). **Istotne wzrosty, zarówno w ujęciu rocznym, jak i miesięcznym, zanotowano w kategoriach wchodzących do inflacji bazowej netto (mieszkanie, restauracje i hotele, pozostałe usługi, transport).** Wzrosty te są prawdopodobnie echem podwyżek cen kontrolowanych które miały miejsce w poprzednich miesiącach. Wskaźnik roczny inflacji bazowej za kwiecień szacujemy na poziomie 2,8-2,9% (w marcu inflacja bazowa netto wyniosła 2,7% r/r).

W kolejnych miesiącach spodziewamy się wzrostu inflacji CPI oraz inflacji bazowej. Szacujemy, że inflacja CPI wzrośnie do poziomu 4,3% r/r w maju. Inflacja bazowa netto w przyszłym miesiącu prawdopodobnie przekroczy poziom 3,3% r/r (wpływ podwyżek cen gazu i energii elektrycznej). „Szczyt” inflacji przypadnie na sierpień-wrzesień, kiedy to roczny wskaźnik prawdopodobnie przekroczy poziom 5%. Na koniec roku roczny wskaźnik inflacji powinien być zbliżony do poziomu 4% (na podobnym poziomie kształtuje się również inflacja netto).

Kwietniowe dane o inflacji odebrane zostały pozytywnie przez rynek stopy procentowej (ale

to głównie efekt wyższych oczekiwań rynku - składowe inflacji nie nastroją jednak optymizmem i wskazują na dalszy wzrost presji cenowej). **Kolejne publikacje w tym miesiącu (zwłaszcza płace, sprzedaż detaliczna produkcja przem.) powinny raczej przyczynić się do generowania oczekiwań na dalsze zacieśnienie monetarne.** Co do losów kolejnej podwyżki pytaniem otwartym pozostaje nadal, czy nastąpi ona w maju (w odpowiedzi na miesięczne dane makro), czy RPP poczeka na czerwową projekcję i dane o PKB za I kw. Obawy o zmienność kursu walutowego wskazywałyby, że RPP może poczekać do czerwca (patrz zestawienie komentarzy członków RPP poniżej).



## Kumulacja wypowiedzi członków RPP

Dane o inflacji, tradycyjnie były okazją do obszernych wypowiedzi członków RPP.

Dane te nie zaskoczyły **M. Pietrewicza, który nie widzi konieczności dalszych podwyżek stóp.** Jego zdaniem RPP powinna czekać na projekcję inflacyjną.

Spadek inflacji do 4% sceptycznie oceniła H. Wasilewska-Trenkner. **Sugeruje ona poczekanie na kolejne dane makro, aby lepiej ocenić stan gospodarki.**

D. Filar podkreślił wzrost jednostkowych kosztów pracy i narastającą presję cenową w gospodarce oraz niepewną sytuację co do przebiegu procesów realnych. Jego zdaniem ważnym dla przyszłych decyzji punktem odniesienia będzie projekcja inflacyjna. Jak zaznaczył projekcja może wskazywać na obniżenie się inflacji w przyszłości (efekt kursu złotego, dokonanych podwyżek oraz spowolnienia na świecie). Jego zdaniem taki przebieg projekcji „nie utrudni” podwyżki stóp procentowych. **Wypowiedź ta wskazywałaby raczej na czerwiec jako realną datę kolejnej podwyżki stóp. Jako właściwy poziom stóp Filar ponownie wskazał na 6%.**

Druga połowa roku będzie zdaniem Filara okresem wyczekiwania i monitorowania odchylenia inflacji od prognoz (konsensus prognoz wskazuje na spadek inflacji po sierpniu). Filar odniósł się również do mocnego kursu złotego. Jako jego przyczyny wskazał pozytywną ocenę

sytuacji gosp. w Polsce przez inwestorów oraz pogorszenie perspektyw dla innych regionów świata. Zaznaczył jednak, że sytuacja ta jest korzystna z punktu widzenia polityki monetarnej, może jednak ulec zmianie w przyszłości.

Temat kursu tradycyjnie już był ważnym elementem wypowiedzi A. Sławińskiego. **Przestrzegał on przed skutkami nadmiernego i zbyt szybkiego wzmocnienia złotego (głębszego niż wynikałoby to z fundamentów) nie wykluczając jednak dalszego zacieśnienia.** Skupienie tego członka RPP na krótkookresowych determinantach kursu sugeruje, że mógłby on opowiedzieć się za przesunięciem terminu kolejnej podwyżki na czerwiec, aby nie stymulować oczekiwań rynku na dalsze podwyżki stóp i wzrost dysparytetu postrzeganego przez niego jako ważna determinanta kursu złotego.

## Podaż pieniądza powyżej oczekiwań

**W kwietniu podaż pieniądza M3 wzrosła o 14,9% r/r (2,1% m/m) i wyniosła 593,9 mld zł (konsensus oczekiwał znacznie wolniejszego wzrostu o 13,6% r/r).** Różnica między kwietniowym odczytem dynamiki M3 a naszą prognozą (13,8% r/r) wynika ze skokowego wzrostu depozytów niemonetarnych instytucji finansowych (blisko o 4 mld zł w porównaniu z marcem, co oznacza miesięczną dynamikę tej dotychczas stabilnej kategorii rzędu 15%). Do tej grupy należą m.in. TFI i wzrost ich depozytów można przypisać tworzeniu przez nie poduszki płynnościowej, choć dotychczas nie było to widoczne w tej skali. W dalszym ciągu utrzymuje się wysoka dynamika depozytów gospodarstw domowych (19,0% r/r), choć ich wzrost m/m w kwietniu (0,8 mld zł) był zdecydowanie niższy niż w poprzednich miesiącach i nie pokrywał nawet salda wpłat i umorzeń jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych (1,9 mld zł).

Nieznaczne odbicie nastąpiło po stronie depozytów przedsiębiorstw, których wolumen spadał od grudnia ub. r. Depozyty tej grupy podmiotów zanotowały w kwietniu wzrost o 3,6 mld zł m/m, choć ich roczna dynamika w dalszym ciągu utrzymuje się na jednocyfrowym poziomie (8,8% r/r). **W zestawieniu z powolnym wzrostem m/m depozytów gospodarstw domowych wskazuje to potencjalnie wysoki odczyt sprzedaży detalicznej w kwietniu. Przemawia za tym również utrzymywanie się silnego wzrostu kredytu dla gospodarstw domowych** (o ponad 5 mld zł m/m), choć roczna dynamika zaczyna nieznacznie spowalniać (spadek o 0,5 pp. do 37,4% r/r), Nieznaczny wzrost (z 24,9% r/r do 25,4% r/r) odnotowała natomiast dynamika kredytu dla przedsiębiorstw.

## Nieznaczny spadek inflacji w USA

Inflacja CPI wzrosła w kwietniu o 0,2%, po wzroście równym 0,3% odnotowanym w marcu. Wzrost cen okazał się nieznacznie niższy od oczekiwań, które zakładały inflację na poziomie z marca. Roczny wskaźnik inflacji uplasował się na poziomie 3,9%, po wzroście równym 4,0% w marcu. Inflacja bazowa wyniosła 0,1% m/m (2,3% r/r).

W kierunku wzrostu inflacji oddziaływały przede wszystkim ceny żywności i napojów bezalkoholowych (+0,9% m/m), ubrań (+0,5%), edukacji (+0,4%) oraz kategorii „pozostałe towary i usługi” (+0,5%). Odnośnie spadków indeksu, na pierwszy plan wysuwają się ceny transportu (-0,7% m/m).

**Wzrost cen odczuwalnych dla konsumentów (bez poprawki sezonowej) okazał się sporo wyższy – 0,6% m/m. Nie wydaje się jednak, że w obliczu spowolnienia**

gospodarczego, pracownicy byli w stanie wywalczyć sobie rekompensatę w postaci wyższych nominalnych wynagrodzeń. Z tego powodu presja popytowa (obrazowana przez miary bazowe) powinna stopniowo wygasać; dodatkowym czynnikiem ograniczającym konsumpcję pozostałych elementów koszyka pozostaną wysokie ceny paliw.

W kontekście polityki pieniężnej, inflacja pozostaje wciąż powyżej *comfort zone* Fed. Cały czas na wysokim poziomie pozostają też oczekiwania inflacyjne. Nie wydaje się w tym przypadku, że członkowie FOMC zdecydują się na dalsze obniżki stopy Fed funds (zwłaszcza w kontekście coraz częściej pojawiających się wypowiedzi o błędach z lat 70-tych i 80-tych).

## Posiedzenie RPP, 28. maja

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone według krzywej OIS*)
Podwyżka o 25 bps	50%
Stopy bez zmian	50%
Obniżka o 25 bps	0%

\* OIS – Overnight Index Swap

## Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,3945	2,1995

EUR/USD 1,5485 EUR/JPY 162,45 EUR/PLN 3,3950 USD/PLN 2,1925

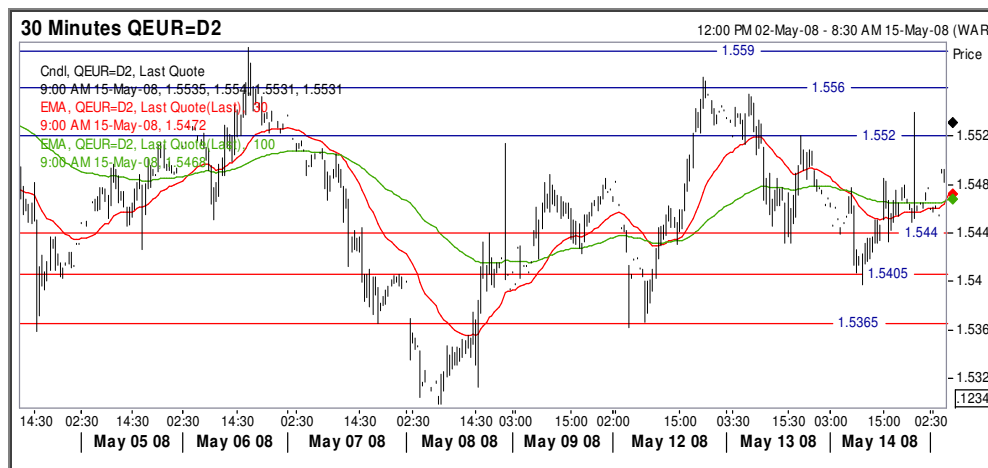
Początek wczorajszego dnia to korekta na złotym i jego osłabienie (pewien wpływ miała tu mało udana aukcja obligacji WS0922). Po publikacji danych o inflacji złoty ponownie się umacniał przechodząc do poziomów poniżej 3,40 wobec euro. Kolejne dane w tym miesiącu mogą sprzyjać dalszemu umocnieniu polskiej waluty.

Lepsze dane o inflacji z USA wzmogły apetyt inwestorów na ryzyko (widać to było przede wszystkim w zmianach na EUR/JPY i EUR/CHF). Niższa inflacja sprzyjała również wzrostom (czwarty dzień z kolei) na giełdach i pojawieniu się oczekiwań, że Fed będzie miał więcej swobody w przeciwdziałaniu spowolnieniu gospodarczemu. Właśnie wyważenie implikacji wczorajszej danej dla zawężeniem dysparytetu stóp i napływu kapitału na giełdy spowodował, że EUR/USD pozostał raczej stabilny. Dolar istotnie mocniejszy wobec jena (tradowany na poziomie 105 jenów za dolara). Dziś uwaga inwestorów zwrócona na dane o inflacji i PKB w strefie euro oraz produkcji w USA.

## Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Techn. korekta po odbiciu od poziomu wsparcia 1,5405.. przełamanie 1,5470/80 oznacza ponowny test poziomów oporu 1,5520/1,5560 (silnym poziomem oporu pozostaje 1,5590). Poprawa fundamentów w USA sprzyja umocnieniu dolara w średnim terminie.

wsparcie	opór
1,5440	1,5590
1,5405	1,5560
1,5365	1,5520



Źródło: Reuter

## Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Realizacja zysków, możliwy ponowny test poziomów oporu 3,40/3,4080.. Dzielne zamknięcie powyżej 3,4080 sugerowałoby pogłębienie korekty – z celem na poziomie 3,44..

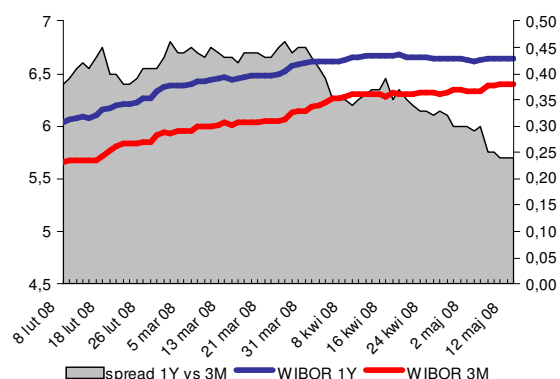
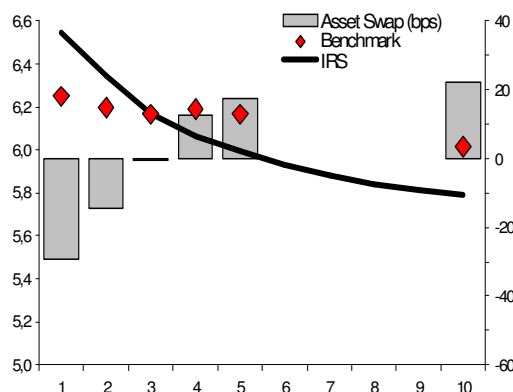
wsparcie	opór
3,3920	3,4150
3,3800	3,4080
3,3650	3,4000



Źródło: Reuters

## Rynek stopy procentowej, Złoty

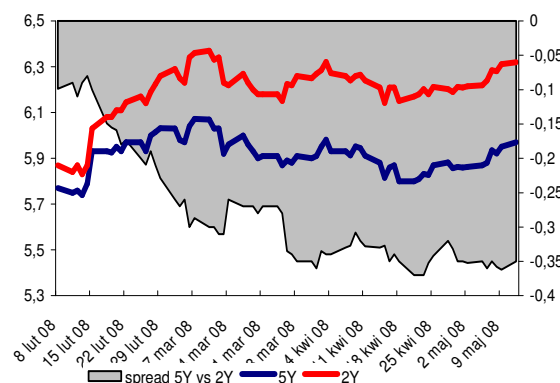
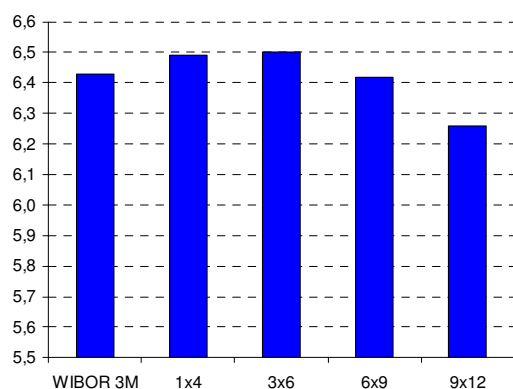
IRS	BID	ASK
1Y	6,52	6,58
2Y	6,32	6,36
3Y	6,15	6,19
4Y	6,04	6,08
5Y	5,97	6,02
6Y	5,91	5,96
7Y	5,86	5,91
8Y	5,82	5,87
9Y	5,79	5,84
10Y	5,78	5,81



depo	BID	ASK
ON	5,61	5,85
1M	6,01	6,21
3M	6,23	6,43

FRA	BID	ASK
1x2	6,22	6,27
1x4	6,44	6,49
3x6	6,45	6,50
6x9	6,37	6,42
9x12	6,21	6,26



KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSSENSUS	POPRIEDNIO
EMU	11:00	Dynamika PKB ( <i>flash</i> ) r/r	I kw.	-	1,9%	2,2%
EMU	11:00	Inflacja HICP ( <i>final</i> ) r/r	kwiecień	-	3,3%	3,3%
POL	14:00	Bilans C/A (mln EUR)	marzec	-1500	-1350	-1300
USA	15:15	Produkcja przemysłowa	kwiecień	-	-0,3%	0,3%

## 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 UPRIEDZIEGO 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 POPRZEDNIEGO 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 UPRIEDZNIĄ PISEMNIĄ ZGODĄ AUTORÓW.