



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

Daily Letter**środa, 21 maja 2008**

STRON: 4

Makroekonomia

Dzisiaj publikacja ważnych danych: produkcji przemysłowej oraz inflacji bazowej

O godzinie 14:00 GUS poda informacje o dynamice produkcji przemysłowej w kwietniu. Z uwagi na efekty statystyczne spowodowane przesunięciami świąt i dni roboczych spodziewamy się względnie wysokiego odczytu na poziomie **14,0% r/r (ryzyko w górę)**; znaczenie tych czynników zostało już odzwierciedlone w wynikach produkcji samochodów (Samar), która osiągnęła w tym miesiącu absolutny rekord. Razem z danymi o produkcji przemysłowej podane zostaną ceny producentów. Ostatnie dane pokazały, że firmy mają wciąż duże pole manewru odnośnie polityki cenowej – **tym razem oczekujemy dalszego zmniejszenia tempa wzrostu cen w ujęciu rocznym do 2,3% (ryzyko w stronę nieco wyższego odczytu)**: składają się na to niższe ceny energii oraz surowców, a także istotna kwietniowa aprecjacja złotego.

O tej samej godzinie NBP opublikuje dane na temat inflacji bazowej „netto”. Spodziewamy się odczytu na poziomie **2,8-2,9% r/r** (dokładne obliczenia wskazują, że odczyt może być zbliżony do środka tego przedziału – stąd duże znaczenie będą miały ewentualne zaokrąglenia). Wzrost inflacji bazowej wynika głównie z przyspieszenia cen w popytowych kategoriach koszyka (uwzględniona przez GUS podwyżka cen gazu okazała się niemal niezauważalna w podziale na główne publikowane kategorie).

Kolejne wypowiedzi członków RPP

Na tydzień przed posiedzeniem RPP (tradycyjnie w ostatnim tygodniu RPP powstrzymuje się od wystąpień w mediach) większość członków skorzystała z możliwości szerszej prezentacji swoich poglądów na politykę monetarną i gospodarkę. Od publikacji wczorajszego Daily Letter BRE ukazały się wypowiedzi Wojtyny, Wasilewskiej-Trenkner i Owsiaaka.

Wojtyna uważa, że RPP powinna jak najszybciej podnieść stopy procentowe. Celem podwyżki ma być przede wszystkim przeciwdziałanie wzrostowi oczekiwań inflacyjnych, jak i przekonanie uczestników rynku, że RPP jest gotowa do walki z inflacją. Dodaje jednak, że nie jest zwolennikiem zbyt agresywnych podwyżek stóp i nakierowania na bardzo szybkie obniżenie inflacji, gdyż polityka taka skutkowałaby również ograniczeniem wzrostu PKB. Członek RPP tradycyjnie już podkreśla niebezpieczeństwa związane z szybszym wzrostem płac; wskazuje również na istotność danych o inwestycjach w I kw. 2008 (publikacja danych 30 maja).

Owsiaak podkreśla, że RPP jest nadal w fazie zacieśnienia. Ocenia jednak, że „nic gwałtownego” nie stało się w gospodarce, a więc nie ma konieczności nerwowych ruchów ze

Co do terminu najbliższej podwyżki bardziej od maja prawdopodobny jest czerwiec.

strony Rady. Argumentem przeciw kolejnym podwyżkom ma być skala już dokonanego zacieśnienia. Owsiak jest również zdania, że RPP nie może prowadzić polityki monetarnej w oderwaniu od innych banków centralnych. Co do perspektyw inflacji, Owsiak ocenia, że ceny żywności będą wskaźnik inflacji obniżyć (efekt bazy). Uważa również, że **inflacja może wrócić do celu „szybciej niż się to wydaje” wskazuje tu na analogie z tzw. okołokresowym wzrostem inflacji, który okazał się bardzo krótkotrwały. W tym miejscu od razu musimy zaznaczyć, że nie widzimy tych analogii zbyt wiele.**

Po podwyżce, RPP wybierze postawę wyczekującą i raczej wyklucza dalsze podwyżki stóp – Rada antycypuje już niższy wzrost w II poł. roku, spodziewa się pozytywnych efektów aprecjacji złotego i podwyżek stóp na inflację.

Wasilewska-Trenkner ocenia, że kluczowy charakter dla perspektyw polityki monetarnej będzie miała projekcja inflacyjna (czerwiec 2008). Powrót inflacji do pasma wahań jej zdaniem możliwy jest w II połowie 2009. Najpierw jednak inflacja osiągnie szczyt rzędu 5% w sierpniu, na koniec 2008 wyniesie 3,5-4,0%. **Wasilewska-Trenkner obawia się, że stopy będą musiały pozostać na wyższym poziomie przez cały 2009 rok. Wskazuje na niepewności związane z cenami żywności, surowcami i kursem złotego.**

Jest niemal pewne, że w ciągu najbliższych dwóch miesięcy RPP zdecyduje się na podwyżkę stóp. Dane makro (wysokie płace, prawdopodobnie wyższa produkcja i inflacja netto) generują silne oczekiwania rynkowe na zacieśnienie w maju. Wypowiedzi członków RPP (przywiązanie do projekcji inflacyjnej, jak i zachowanie większej spójności działania po dość panicznych wypowiedziach części członków w ostatnim miesiącu) sugerowałyby, że RPP poczeka z decyzją do czerwca (scenariuszowi takiemu przypisujemy większe prawdopodobieństwo).

Ostatnie wypowiedzi członków RPP wskazują na pewien konsensus w Radzie co do prowadzenia polityki monetarnej w najbliższych kwartałach. RPP wybierze postawę wyczekującą i raczej wyklucza dalsze podwyżki stóp – Rada antycypuje już niższy wzrost w II poł. roku, spodziewa się pozytywnych efektów aprecjacji złotego i podwyżek stóp na inflację.

Kolejny spadek indeksu ZEW

Indeks ZEW odnotował w maju nieoczekiwany spadek do -41,4 pkt. Niższy odczyt to przede wszystkim wynik wysokiej inflacji w Niemczech, która zmniejsza realny dochód rozporządzalny konsumentów i zachęca do zaciskania pasa już i tak z samej swej natury powściągliwych Niemców. Dużą rolę odegrało standardowo mocne euro oraz wysokie ceny ropy naftowej; tym razem jako dodatkowy czynnik wskazano też mniejszy wolumen zamówień napływających do przemysłu. **Eksperti instytutu ZEW szacują, że tempo wzrostu PKB gospodarki niemieckiej wyniesie w bieżącym roku 1,7%.**

Słabość ZEW i Ifo w prognozowaniu punktów zwrotnych cyklu koniunkturalnego sprawia, że EBC dużo pilniej śledzi obecnie indeksy PMI oraz ESI.

Publikowany dodatkowo indeks dotyczący sytuacji bieżącej odnotował tym razem wzrost do 38,6 pkt. (najwyższy poziom od stycznia 2008). Nie należy jednak przeceniać tego sygnału – analiza szeregu czasowego wskazuje, że indeks ten z reguły podążał za „twardymi” danymi; tym razem łatwo znaleźć dla takiej sytuacji wytłumaczenie w postaci wyższego od oczekiwań odczytu PKB za I kwartał.

Analiza historyczna pokazuje, że indeks ZEW nie jest zbyt dobry w prognozowaniu przebiegu cyklu koniunkturalnego. W tym przypadku znacznie lepiej spisuje się indeks Ifo (którego publikacja przewidziana jest dziś na godzinę 10:00), który niestety coraz wyraźniej odzwierciedla raczej nastroje poszczególnych respondentów, a nie bieżący stan gospodarki. Z tego względu EBC przesuwają się obecnie na wskaźniki PMI oraz ESI – publikacja pierwszej serii z tych indeksów przewidziana jest na piątek.

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
3,3930	2,1758

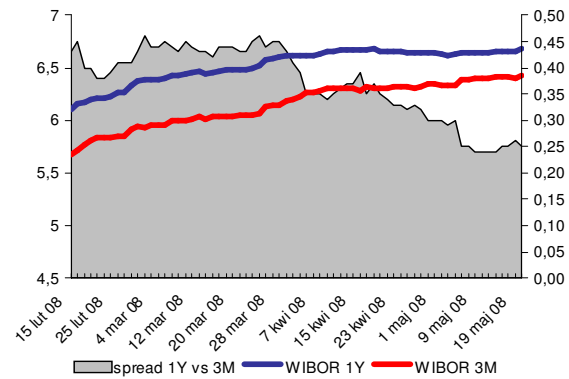
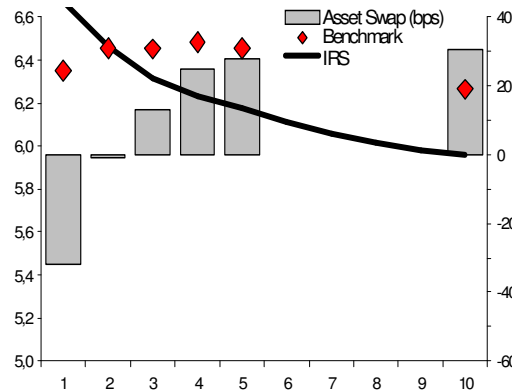
EUR/USD 1,5535 EUR/JPY 161,55 EUR/PLN 3,3890 USD/PLN 2,1815

Wyraźne spadki na amerykańskiej giełdzie, rekordowo wysoka cena ropy spowodowały znaczne osłabienie dolara (dolar najsłabszy wobec euro od prawie miesiąca). Dodatkowymi czynnikami były komentarze przedstawicieli niemieckiego rządu wskazujące na konieczność utrzymania wyższych stóp w strefie efor. Dziś uwaga inwestorów zwrócona na niemiecki indeks Ifo. W dzisiejszym kontekście lepsze Ifo spowodowałoby dalsze umocnienie euro (pojawiają się nowe analizy wskazujące na przedwczesne odbicie na dolarze, tak więc sentyment dla amerykańskiej waluty się pogarsza).

Złoty stabilny. Większe zmiany możliwe po publikacji dzisiejszych danych o produkcji przemysłowej. Lepsza produkcja może wzmocnić złotego.

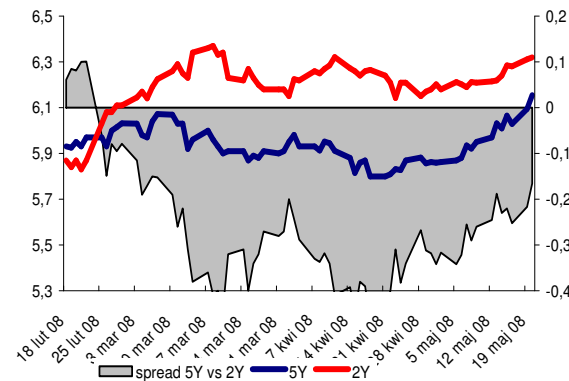
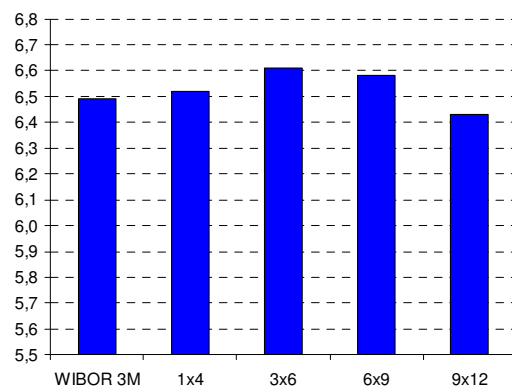
Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	6,64	6,70
2Y	6,45	6,49
3Y	6,30	6,34
4Y	6,22	6,26
5Y	6,16	6,20
6Y	6,10	6,14
7Y	6,04	6,08
8Y	6,00	6,04
9Y	5,96	6,00
10Y	5,94	5,98



depo	BID	ASK
ON	5,78	5,98
1M	6,09	6,29
3M	6,29	6,49

FRA	BID	ASK
1x2	6,24	6,30
1x4	6,47	6,52
3x6	6,56	6,61
6x9	6,53	6,58
9x12	6,38	6,43



KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSSENSUS	POPRIEDNIO
GER	10:00	Indeks IFO	maj	-	102,0 pkt.	102,4 pkt.
POL	14:00	Produkcja przemysłowa r/r	kwiecień	14,0%	14,2%	0,9%
POL	14:00	PPI r/r	kwiecień	2,3%	2,7%	2,9%
POL	14:00	Inflacja bazowa „netto” r/r	kwiecień	2,9%	2,9%	2,7%
USA	20:00	FOMC „minutes”	-	-	-	-

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 UPRIEDZIEŃNIĄ PISEMNIĄ ZGODĄ AUTORÓW.