



ERNEST PYTLARCZYK      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****piątek, 30 maja 2008**

STRON: 4

## Makroekonomia

### Dziś dane o PKB za I kwartał

O godzinie 10:00 GUS opublikuje dane o PKB za I kwartał br. **Spodziewamy się, że odczyt sięgnie 6,0% r/r (w poprzednim kwartale 6,3%)**. Wśród poszczególnych komponentów oczekujemy umocnienia konsumpcji prywatnej do około 5,5% r/r i dynamiki wydatków inwestycyjnych na poziomie około 14-15% r/r.

Wskaźniki koniunktury sugerują, że dynamika pierwszego z agregatów utrzyma się na wysokim poziomie (około 5%) przez cały bieżący rok. Oczekujemy natomiast spowolnienia tempa wzrostu wydatków inwestycyjnych, które mogą ukształtować się na poziomie poniżej 10% już w ostatnim kwartale roku.

### Prof. Filar z RPP o dalszych podwyżkach

**Dzisiejszy wywiad z prof. Filarem z RPP można jednoznacznie sklasyfikować jako jastrzębi.** Filar uważa, że podwyżka stóp w czerwcu jest niemal przesądzona. O dalszych krokach ze strony RPP zadecyduje projekcja inflacyjna (jej rola rośnie w okresie większej niepewności co do kierunku zmian w gospodarce). Zdaniem członka RPP perspektywy dla inflacji uległy znacznemu pogorszeniu i coraz więcej czynników wskazuje na dłuższy okres konieczny do wyhamowania inflacji. **Na koniec roku prof. Filar spodziewa się wzrostu inflacji do powyżej 4% wskazując przy tym na rosnące prognozy eksperckie NBP (prognozy na okres do 12 miesięcy).** Jego zdaniem na taki wzrost inflacji może również wskazywać czerwcową projekcją.

*RPP może być, wbrew swoim własnym oczekiwaniom, zmuszona do kontynuacji zacieśnienia również w drugiej połowie roku.*

Pomimo dość pesymistycznego scenariusza inflacyjnego Filar podkreśla, że jest optymistą co do możliwości szybkiego wejścia Polski do ERM2 i popiera „pragmatyczne” podejście Ministra Finansów.

Nasz scenariusz bazowy dla inflacji jest, powiedzmy, zbliżony do tego prezentowanego przez Filara. Oczekujemy, że inflacja netto będzie wykazywała tendencję rosnącą co najmniej przez najbliższe 3-4 kwartały i przekroczy poziom 4% (inflacja *headline* ciągle może mieć znaczną nakładkę paliwowo-żywnościową). Nie wydaje się nam również, że lokalny szczyt inflacji w sierpniu będzie rzeczywiście punktem zwrotnym dla inflacji i oczekiwań rynkowych. Coraz istotniejszą kwestią dla inflacji w naszym regionie zaczyna być wzrost paliw, który już w innych regionach świata (choćby kraje rozwijające się Azji Pd-Wsch.) doprowadził do ponad siedmioprocentowej inflacji. **Wzrost cen paliw (szacujemy, że w maju wyniósł on 3-4%) w obecnych warunkach (presja płacowa i wysoki popyt) może przełożyć się na wzrosty cen w pozostałych kategoriach.**

W takiej sytuacji mogą zostać wygenerowane oczekiwania na dalsze zacieśnienia polityki pieniężnej i RPP wbrew swoim obecnym przewidywaniom może zostać zmuszona do kontynuacji zacieśnienia również w drugiej połowie roku.

## Rewizja PKB w USA zgodnie z oczekiwaniami

*Mimo spowolnienia i obniżenia wykorzystania mocy wytwórczych inflacja może się okazać uporczywa, co będzie generowało oczekiwania na podwyżki stóp procentowych pod koniec roku.*

Drugi szacunek PKB pokazał, że w I kwartale br. przyrósł on o 0,9% SAAR (dynamika annualizowana po wyrównaniu sezonowym), po wzroście równym 0,6% w poprzednim kwartale. Na uwagę zasługuje przede wszystkim zmniejszenie negatywnej dynamiki inwestycji nie związanych z budownictwem (z -2,5% na -0,3%) oraz wzrost kontrybucji eksportu netto do 0,8 pp. wobec 0,2 pp. przedstawionych w poprzednim szacunku (wzrost udziału eksportu netto to głównie wynik znacznego obniżenia dynamiki importu, co nie jest dobrym prognostykiem dla konsumpcji).

**Porównując bieżące dane z wynikami osiągniętymi w poprzednich kwartałach, w oczy rzuca się przede wszystkim wyhamowanie konsumpcji prywatnej (do 1,0% SAAR) oraz inwestycji. Wydaje się, że zaobserwowana tendencja będzie kontynuowana – niska konsumpcja prywatna nie zachęca do rozszerzania mocy wytwórczych; podejmowane będą prawdopodobnie niemal wyłącznie inwestycje odtworzeniowe. Z ekonomicznego punktu widzenia, spadające wykorzystanie mocy wytwórczych powinno skutkować osłabieniem presji inflacyjnej. Biorąc jednak pod uwagę rekordowe wzrosty cen ropy naftowej, w najbliższych miesiącach nie da się uniknąć utrzymania wysokiego tempa wzrostu cen. Uporczywa inflacja, w połączeniu z rekordowo wysokimi oczekiwaniami inflacyjnymi będzie generować oczekiwania na podwyżki stóp procentowych pod koniec roku (niewykluczone, że wypowiedzi członków Fed staną się już w najbliższych tygodniach coraz bardziej jastrzębie – strategia ukierunkowana na kształtowanie oczekiwań inflacyjnych).**

## Posiedzenie RPP, 25. czerwca

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

\* OIS – Overnight Index Swap

## Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,3823	2,1728

EUR/USD 1,5540 EUR/JPY 163,65 EUR/PLN 3,3785 USD/PLN 2,1740

*Rally na dolarze po lepszych danych z USA i wzroście oczekiwań na podwyżkę stóp na koniec 2008. W czasie sesji azjatyckiej silnym wsparciem dla Euro okazał się jednak poziom 1,5510 i końcówka sesji przyniosła wyhamowanie aprecjacji amerykańskiej waluty.*

*Złoty wbrew naszym oczekiwaniom przełamał barierę na poziomie 3,38. Bez znaczenia okazały się negatywne informacje z Agencji Moody's o wzroście ryzyka downgrade'u i wzrost rentowności na rynku długu.*

## Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Kontynuacja trendu oznacza test poziomów wsparcia 1,5445/1,5400 (stoplosy poniżej 1,5450/45).

wsparcie	opór
1,5485	1,5665
1,5445	1,5600
1,5400	1,5570



Źródło: Reuter

## Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Kolejny poziom wsparcia – 3,3700.. Ewentualne przełamanie powinno jednak być krótkotrwałe, ok. 3,36 rośnie prawdopodobieństwo realizacji zysków.

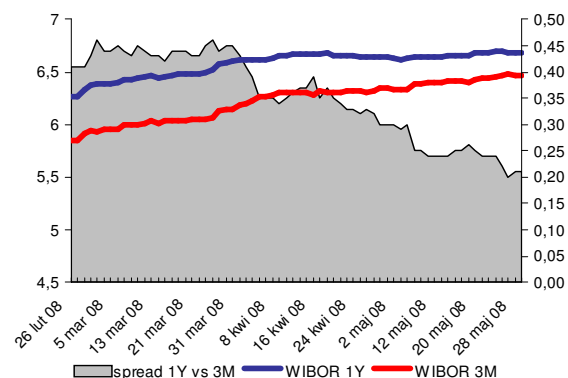
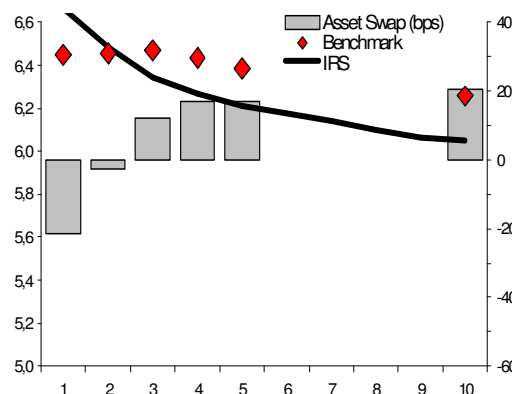
wsparcie	opór
3,3700	3,4150
3,3600	3,4000
3,3500	3,3900



Źródło: Reuters

## Rynek stopy procentowej, Złoty

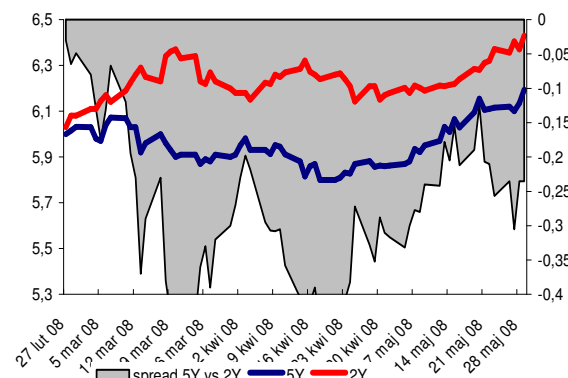
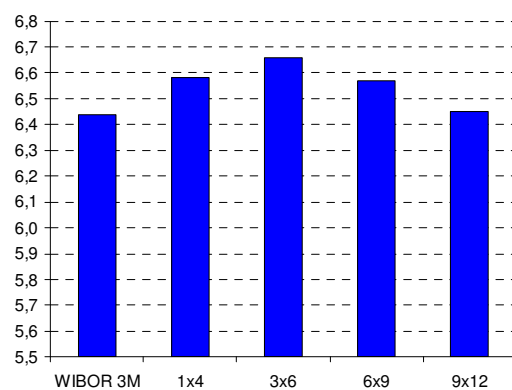
IFS	BID	ASK
1Y	6,64	6,70
2Y	6,46	6,51
3Y	6,33	6,37
4Y	6,25	6,29
5Y	6,20	6,24
6Y	6,16	6,20
7Y	6,13	6,17
8Y	6,08	6,12
9Y	6,05	6,09
10Y	6,03	6,07



depo	BID	ASK
ON	5,40	5,70
1M	5,99	6,19
3M	6,24	6,44

FRA	BID	ASK
1x2	6,27	6,33
1x4	6,53	6,58
3x6	6,60	6,66
6x9	6,51	6,57
9x12	6,39	6,45



KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSSENSUS	POPRIEDNIO
POL	10:00	PKB r/r	I kw.	<b>6,0%</b>	5,8%	6,3%
EMU	11:00	HICP flash r/r	Maj	-	3,5%	3,3%
USA	14:30	Inflacja bazowa PCE r/r	Kwiecień	-	2,1%	2,0%
USA	15:45	Chicago PMI	Maj	-	48,5 pkt.	48,3 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 UPRIEDZIEŃSIPOWIADOMIENIA. 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 UPRIEDZIĄ PISEMNIĄ ZGODĄ AUTORÓW.