



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

Daily Letter**czwartek, 5 czerwca 2008**

STRON: 5

Makroekonomia

Dziś decyzje banków centralnych: EBC i Banku Anglii

Nie oczekuje się w dzisiejszym dniu zmian stóp procentowych ze strony EBC i BOE.

O godzinie 13:00 zostanie ogłoszona decyzja Banku Anglii. Konsensus rynkowy zakłada utrzymanie stóp procentowych na niezmiennym poziomie (5,0%), choć poszczególni członkowie angielskiej Rady są podzieleni co do obecnych zagrożeń. Podstawowym hamulcem dla sfery realnej pozostaje sektor mieszkaniowy, choć przełożenie poprzez efekt majątkowy na konsumpcję nie jest do końca jednoznaczne (ostatnie szacunki sugerują, że efekt majątkowy jest niższy niż się powszechnie przyjmuje).

Również EBC (decyzja o 13:45) nie dokona zmian w stopach procentowych. W dalszym ciągu konieczność zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych zniechęca członków Rady Gubernatorów do obniżek. Z drugiej strony warto dodać, że spekulacje na temat podwyżek stóp procentowych wydają się przesadzone w obliczu spowolnienia wzrostu gospodarczego, którego nadejście w drugiej połowie roku staje się coraz powszechniej akceptowanym scenariuszem. Dodatkowym elementem zniechęcającym EBC do zacieśnienia polityki pieniężnej są ciągłe spadki sprzedaży detalicznej. Spodziewamy się ostrego komunikatu – małe pole manewru odnośnie podwyżek stóp zachęca do kształtowania oczekiwań w werbalny sposób.

OECD: Średnioroczna inflacja w Polsce 4,5% w 2008 i 5,5% w 2009 roku

Konsumpcja pozostanie motorem wzrostu gospodarczego a inflacja sięgnie 5,5% w 2009 roku. Może to być wynik najnowszych badań OECD, które sugerują znaczne ograniczenie tempa wzrostu produktu potencjalnego poprzez oddziaływanie cen ropy naftowej i żywności.

Przy okazji publikacji *World Economic Outlook* pojawił się nowy zestaw prognoz dla gospodarki polskiej. Szczególnie odbiegająca od konsensusu wydaje się inflacja w 2009 roku, która szacowana jest na 5,5% średniorocznie (choć i tak niżej od wcześniejszych szacunków tej instytucji). **U podstaw wysokiego szacunku leży zacieśniający się rynek pracy (z wciąż inflacyjną luką PKB) oraz wzrosty cen żywności i paliw, wspomagane dodatkowo przez podwyżki cen regulowanych oraz luźną politykę fiskalną.** Duże natężenie czynników proinflacyjnych wymaga zdaniem OECD znaczących podwyżek stóp procentowych, aby obniżyć inflację do celu.

Szacunki tempa wzrostu realnego PKB są następujące: 5,9% w 2008 i 5,0% w 2009 roku; bardzo optymistycznie przedstawiają się szacunki spożycia indywidualnego (6,1% w 2008 i 5,7% w 2009 roku) i inwestycji (16,5% w 2008 i 11,3% w 2009 roku). Podwyższone tempo spożycia indywidualnego jest spójne z szybko rosnącymi wynagrodzeniami, choć nasze szacunki wzrostu konsumpcji prywatnej są nieco niższe (odpowiednio 5,5% w 2008 oraz 5,6% w 2009 roku); prognoza OECD potwierdza jednak naszą wcześniejszą diagnozę, że to właśnie **konsumpcja pozostanie motorem wzrostu gospodarczego. Nie wydaje się jednak, aby możliwe było osiągnięcie aż tak wysokiego tempa wzrostu**

inwestycji: obniżenie możliwości eksportowych oraz ogólne zmniejszenie aktywności sektora przemysłowego nie będą sprzyjać rozszerzaniu aparatu produkcyjnego; podobne wnioski płyną z analizy agregatów monetarnych oraz wskaźników koniunktury. Tempo wzrostu inwestycji szacujemy na odpowiednio 12,6% oraz 7,2%.

Wydaje się, że szybkie rozpędzenie inflacji w 2009 roku to wynik najnowszych badań prowadzonych w ramach OECD (szkic *paperu* dołączony jest do Raportu WEO). **Ich wyniki sugerują, że obecne szoki w postaci najpierw rekordowo wysokich cen żywności a teraz cen paliw, oddziałują głównie na tempo wzrostu potencjalnego PKB, przez co pro-inflacyjne oddziaływanie wysokiego popytu konsumpcyjnego staje się jeszcze silniejsze.** Można zapytać, skąd bierze się zatem utrzymanie siły nabywczej w przypadku wyższych cen. Otóż wzrost wynagrodzeń napędzany jest przez efekty substytucyjne, powodowane przez przyrost popytu na siłę roboczą (mało elastyczna podaż pracy) w obliczu drożejących innych czynników produkcji. Wydaje się, że prognozę należy traktować jedynie w sposób ostrzegawczy – jak przyznają *implicite* autorzy opracowania, nie uwzględnia ona wszystkich interakcji pomiędzy zmiennymi w ramach równowagi ogólnej (między innymi istotnych antyinflacyjnych efektów umocnienia złotego).

Korzystne dane w USA

Dobra wiadomość dla Fed to spowolnienie dynamiki jednostkowych kosztów pracy, które wprowadza pewien bufor bezpieczeństwa w przypadku, gdy oczekiwania inflacyjne chwilowo wymkną się spod kontroli.

Wskaźnik PMI w usługach spadł w maju do poziomu 51,7 pkt., poniżej wartości sprzed miesiąca (52,0 pkt.) lecz powyżej konsensusu rynkowego. Poprzedni indeks uznawany za *headline* (Business Activity) osiągnął wysoki poziom 53,6 pkt. Uwagę zwracają przede wszystkim wysokie szacunki zapasów, choć szybszy niż poprzednio napływ nowych zamówień powinien powoli niwelować tę nadwyżkę. Niemal standardowo wysoki pozostał indeks opisujący sytuację cenową – aż 77 pkt. **Ankietowani przedsiębiorcy przyznają, że gospodarka znajduje się pod silnym naciskiem cen, choć firmy z sektora detalicznego zauważają pewne symptomy wyższej sprzedaży.**

Do pozytywnych danych wczorajszego dnia należy zaliczyć także wyższy od wstępnych szacunków przyrost wydajności pracowników w I kwartale – dane zostały zrewidowane z 2,2% do 2,6% - oraz istotne wyhamowanie dynamiki jednostkowych kosztów pracy z 4,7% w IV kwartale 2007 roku do 2,2% w I kwartale br. Pozytywnym zaskoczeniem okazał się szacunek liczby nowych miejsc pracy w sektorze prywatnym (ADP), który zanotował wzrost o 40 tys. (wobec oczekiwanych -30 tys.). Kilka ostatnich odczytów pokazało jednak, **że ADP zawyża faktyczną liczbę nowych miejsc pracy utworzonych w sektorze pozarolniczym (non-farm payrolls); z tego względu można się spodziewać w piątek mimo wszystko ujemnego odczytu, bliższego konsensusowi rynkowemu.**

Opublikowane w tym tygodniu indeksy koniunktury sugerują, że sfera realna gospodarki amerykańskiej znajduje się w wciąż blisko stagnacji, choć wzrost zamówień (obserwowany we wskaźnikach PMI oraz twardych danych) jest w tym przypadku dobrym sygnałem na przyszłość. Dobra wiadomość dla Fed to spowolnienie dynamiki jednostkowych kosztów pracy, które wprowadza pewien bufor bezpieczeństwa w przypadku, gdy oczekiwania inflacyjne chwilowo wymkną się spod kontroli.

Posiedzenie RPP, 25. czerwca

| Decyzja RPP | Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone według krzywej OIS*) |
|-------------------|---|
| Podwyżka o 25 bps | 100% |
| Stopy bez zmian | 0% |
| Obniżka o 25 bps | 0% |

* OIS – Overnight Index Swap

Rynek walutowy

| Fixing NBP | |
|------------|---------|
| EUR/PLN | USD/PLN |
| 3,3763 | 2,1843 |

EUR/USD 1,5390 EUR/JPY 162,45 EUR/PLN 3,3770 USD/PLN 2,1940

EUR/USD znajdował się wczoraj w paśmie konsolidacji (małe zakłócenia związane z komentarzami B. Bernanke na temat niebezpieczeństwa utrzymania się wysokich cen energii) a umocnienie dolara dokonano się dopiero podczas sesji azjatyckiej, kiedy odnotowany został poziom 1,5383. Dziś podstawowe znaczenie będą miały decyzje banków centralnych: BOE i EBC (w obydwu przypadkach nie oczekuje się zmian stóp procentowych).

EUR/PLN praktycznie pozostał bez zmian na poziomie ok. 3,375. Umocnienie intraday nastąpiło po publikacji prognoz inflacji OECD na poziomie 5,5% w 2009 roku. Jastrzębia retoryka komunikatu EBC powinna w dzisiejszym dniu wspierać złotego przy braku danych z rynku krajowego. Przełamanie wsparcia 3,3600 EUR/PLN może uruchomić kolejne zlecenia stop-loss (bariery opcyjne).

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Przełamanie wsparcia 1,5415/00 okazało się nietrwałe, obecna korekta celuje w poziomy oporu 1,5450/70, powyżej możliwe zlecenia stop-loss (1,5480/00). W dalszym terminie prawdopodobne umocnienie dolara oraz test wsparcia 1,5365/50.. a następnie 1,5305.

| wsparcie | opór |
|----------|--------|
| 1,5415 | 1,5575 |
| 1,5380 | 1,5520 |
| 1,5305 | 1,5470 |



Źródło: Reuter

Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Możliwa kolejna próba przełamania oporu 3,3870.. niepowodzenie zachęci natomiast inwestorów do dalszej wyprzedaży euro (test 3,3635 oraz 3,3600). Poniżej 3,3600 możliwe stoplosy.

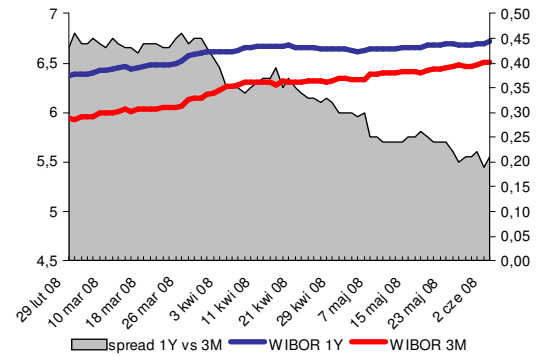
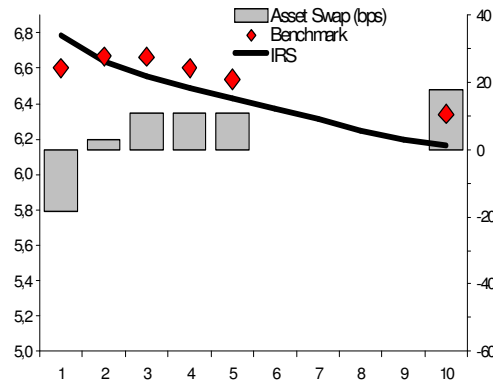
| wsparcie | opór |
|----------|--------|
| 3,3635 | 3,4035 |
| 3,3550 | 3,3955 |
| 3,3450 | 3,3870 |

Źródło: Reuters



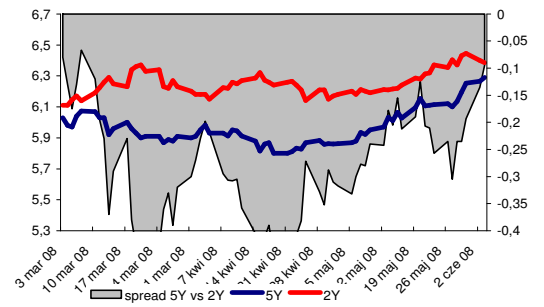
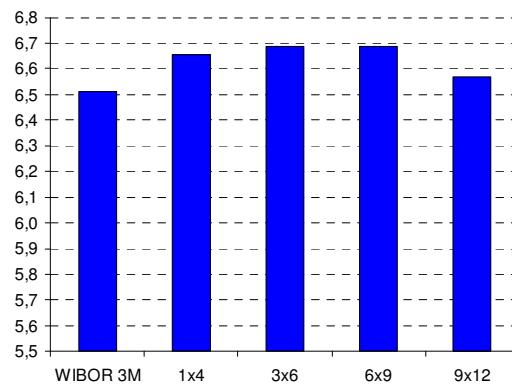
Rynek stopy procentowej, Złoty

| IRS | BID | ASK |
|-----|------|------|
| 1Y | 6,77 | 6,80 |
| 2Y | 6,62 | 6,65 |
| 3Y | 6,54 | 6,57 |
| 4Y | 6,48 | 6,50 |
| 5Y | 6,42 | 6,44 |
| 6Y | 6,36 | 6,38 |
| 7Y | 6,30 | 6,32 |
| 8Y | 6,24 | 6,26 |
| 9Y | 6,18 | 6,21 |
| 10Y | 6,15 | 6,18 |



| depo | BID | ASK |
|------|------|------|
| ON | 5,80 | 6,10 |
| 1M | 6,02 | 6,22 |
| 3M | 6,31 | 6,51 |

| FRA | BID | ASK |
|------|------|------|
| 1x2 | 6,39 | 6,46 |
| 1x4 | 6,60 | 6,65 |
| 3x6 | 6,63 | 6,69 |
| 6x9 | 6,63 | 6,69 |
| 9x12 | 6,51 | 6,57 |



| KRAJ | GODZINA | WSKAŹNIK | ZA OKRES | BRE | KONSENSUS | POPRIEDNIO |
|------|---------|--------------------------------|----------------|-----|-----------|------------|
| GBR | 13:00 | Decyzja Banku Anglii | - | - | 4,0% | 4,0% |
| EMU | 13:45 | Decyzja EBC | - | - | 5,0% | 5,0% |
| USA | 14:30 | Nowo zarejestrowani bezrobotni | Tydz. do 31.05 | - | - | 372 tys. |

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.