



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, 12 czerwca 2008**

STRON: 5

Makroekonomia

Sławiński i Owsiak z RPP o dalszym zacieśnieniu monetarnym

Uwypuklanie czynników stricte lokalnych i szybkiego wygaśnięcia impulsu inflacyjnego jest coraz mniej popularne (przynajmniej na tak długo jak EBC nie zmieni swojej diagnozy sytuacji).

Obaj przedstawiciele Rady Polityki Pieniężnej wskazują na możliwość kontynuacji zacieśnienia monetarnego w Polsce. Podwyżka stóp w czerwcu jest niemal pewna, kolejne podwyżki zależne są od danych i przede wszystkim decyzji (a nawet wypowiedzi) EBC. Sławiński przyznaje, co zresztą zgodne jest z naszymi wcześniejszymi analizami, że wskaźniki wyprzedzające wskazują na niższe dynamiki wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach, co przy wyższej inflacji stwarza dość niekomfortową sytuację dla targanej dylematami Rady. Owsiak jest większym optymistą jeśli chodzi o wzrost gospodarczy i pozytywnie ocenia perspektywę dla wzrostu popytu wewnętrznego (Profesor nie kojarzy jednak takiego scenariusza ze wzrostem presji cenowej).

Coraz częściej w wypowiedziach Rady pojawia się też wątek podwyżek cen kontrolowanych w przyszłym roku (pisaliśmy o tym już kilka miesięcy temu). Podwyżki te prawdopodobnie wpłyną na stabilizację inflacji w okolicach 4% r/r (czyli powyżej górnej granicy celu NBP). Sławiński przyznał, że taki scenariusz makroekonomiczny będzie wymagał utrzymania jeszcze przez jakiś czas restrykcyjnego nastawienia w polityce monetarnej. Zdaniem Owsiaka istnieje duża szansa, że w 2009 roku Rada zdoła obniżyć stopy, jednak tu członek Rady od razu asekuje się stwierdzeniem, że dużo będzie zależeć od sytuacji zewnętrznej i od tego co robią inne banki centralne (naszym zdaniem nie chodzi tu jedynie o kwestię dysparytetu stóp procentowych, co wydaje się być jedynie pozorną przyczyną dotychczasowej aprecjacji złotego, ale raczej kwestię lepszej, pełniejszej oceny sytuacji przez dominujące banki centralne).

Ostatnie wypowiedzi członków RPP wskazują na dość gwałtowne przesuwanie się stanowiska tego gremium w stronę nowego konsensusu rynkowego (dwie podwyżki stóp w tym roku i bardzo mała szansa na obniżki w 2009 roku). Uwypuklanie czynników stricte lokalnych i szybkiego wygaśnięcia impulsu inflacyjnego jest coraz mniej popularne (przynajmniej na tak długo jak EBC nie zmieni swojej diagnozy sytuacji).

Deficyt budżetowy w 2008 roku na poziomie 18-24 mld zł

Wiceminister finansów E. Suchocka-Roguska podtrzymała też swoje wcześniejsze szacunki, że deficyt po maju nie powinien przekroczyć 2 mld zł. Skala niższego wykonania w całym roku obarczona jest dużą niepewnością płynącą przede wszystkim z całkowitego kosztu ulgi prorodzinnej (około 3,6 mld zł ubytku po stronie dochodów w ramach budżetu centralnego) oraz wydatków finansowanych przy pomocy środków z Unii Europejskiej (nie wiadomo, czy UE zdąży w tym roku wpłacić środki za projekty finansowane w ramach poprzedniej

perspektywy finansowej oraz czy beneficjenci operujący w ramach bieżącej perspektywy 2007-2013 zdołają przekazać faktury, co umożliwi zaksięgowanie zaliczek na realizację projektów po stronie dochodów).

Potencjalnym źródłem oszczędności budżetowych może być FUS – wprawdzie po 5 miesiącach Fundusz nie wykorzystał 2,5 mld dotacji, jednak możliwa jest konieczność dofinansowania pod koniec roku, aby zapewnić bezpieczeństwo wypłaty świadczeń. Uważamy, że wykonanie deficytu będzie raczej zbliżone do 24 mld z uwagi na szybsze tempo realizacji wydatków pod koniec roku, które zostały prawdopodobnie dość istotnie ograniczone w pierwszej połowie roku (roczny spadek spożycia publicznego w rachunkach narodowych za I kwartał).

„Beżowa Księga” Fed

Obraz płynący z najnowszego opracowania Fed wskazuje na pogłębienie problemów sfery realnej gospodarki oraz umiarkowane zagrożenia inflacyjne.

Obecna destabilizacja oczekiwań inflacyjnych wydaje się nie mieć zbyt dużych szans przełożenia na faktyczne procesy inflacyjne, co prawdopodobnie pozwoli Fed trwać przy obecnym poziomie stóp procentowych jeszcze przez kilka miesięcy.

Od czasu publikacji poprzedniego raportu doszło do dalszego ograniczenia konsumpcji, do czego przyczyniły się w dużym stopniu wysokie ceny paliw i żywności. Niską aktywność utrzymało także przetwórstwo przemysłowe, w tym przypadku jednak zwiększył się popyt na produkty eksportowe. Mimo zwiększenia zapotrzebowania z zagranicy, przedsiębiorstwa zwalniają pracowników, gdyż bieżące mocy wytwórcze są wystarczające do zaspokojenia bieżącego popytu a rosnące koszty zachęcają do redukcji załogi.

We wszystkich dystryktach przedsiębiorcy zgłaszali problemy odnośnie poziomu kosztów, szczególnie surowców. W przypadku przetwórstwa przemysłowego odnotowano pewne możliwości przeniesienia cen na konsumentów, jednak sytuacja nie jest już jednoznaczna w przypadku sektora detalicznego – stąd dojdzie prawdopodobnie do dalszego zmniejszenia marż. Presja na wzrost wynagrodzeń pozostała w większości sektorów względnie ograniczona.

Niska aktywność gospodarcza wyraźnie zmniejsza możliwości firm do przenoszenia cen na konsumentów. Również ci drudzy dysponują coraz słabszą pozycją przetargową z pozycji zatrudnionego z uwagi na rosnącą stopę bezrobocia i coraz większe zagrożenie związane z utratą pracy. Z tego powodu obecna destabilizacja oczekiwań inflacyjnych wydaje się nie mieć zbyt dużych szans przełożenia na faktyczne procesy inflacyjne, co prawdopodobnie pozwoli Fed trwać przy obecnym poziomie stóp procentowych jeszcze przez kilka miesięcy.

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
3,3734	2,1787

EUR/USD 1,5470 EUR/JPY 165,90 EUR/PLN 3,3850 USD/PLN 2,1880

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Kontynuacja trendu oznacza test poziomów wsparcia 1,5380 / 1,5360.. Możliwe stoplosy poniżej 1,5360.

wsparcie	opór
1,5440	1,5720
1,5380	1,5625
1,5310	1,5540



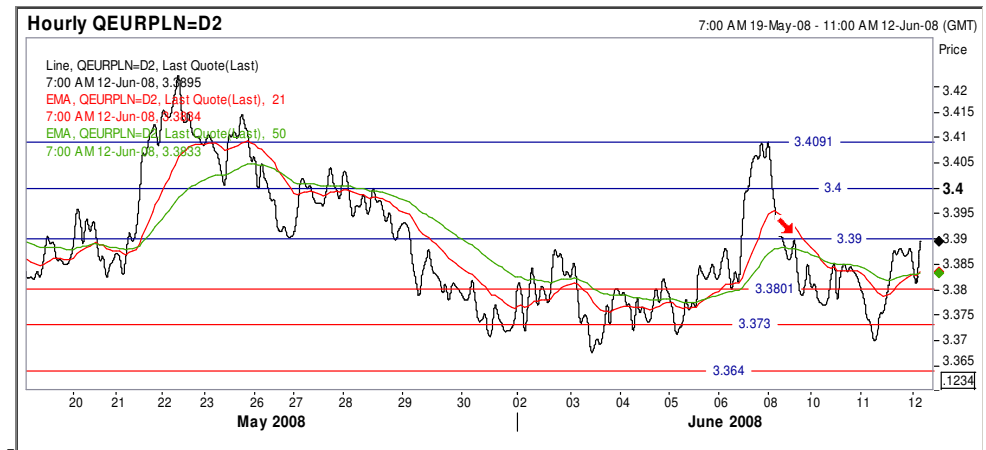
Źródło: Reuter

Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Realizacja zysków (od poziomu 3,37) wzięła górę, możliwy test 3,3950/3,40 wraz z dalszym umocnieniem dolara.

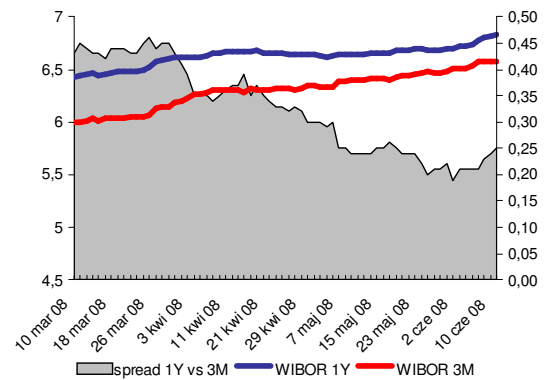
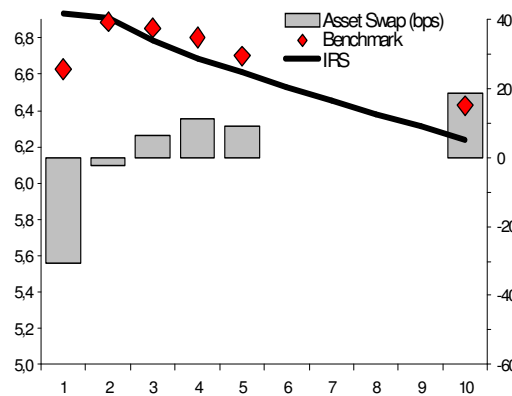
wsparcie	opór
3,3800	3,4090
3,3730	3,4000
3,3640	3,3900

Źródło: Reuters

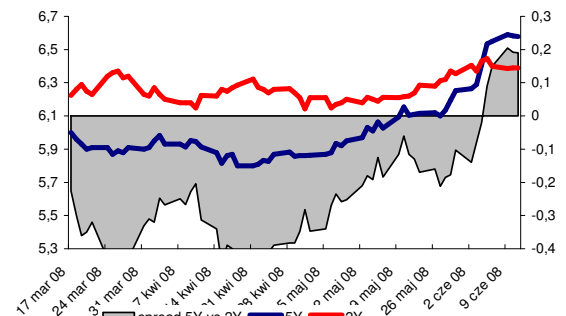
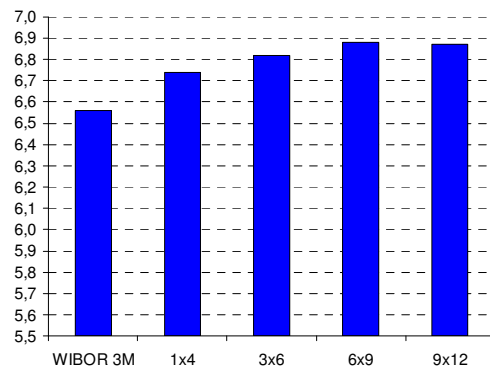


Rynek stopy procentowej, Złoty

IFS	BID	ASK
1Y	6,91	6,95
2Y	6,89	6,93
3Y	6,77	6,81
4Y	6,67	6,71
5Y	6,59	6,63
6Y	6,51	6,55
7Y	6,44	6,48
8Y	6,36	6,40
9Y	6,29	6,33
10Y	6,22	6,26



depo	BID	ASK
ON	5,75	6,25
1M	6,08	6,28
3M	6,36	6,56
FRA	BID	ASK
1x2	6,40	6,47
1x4	6,68	6,74
3x6	6,76	6,82
6x9	6,82	6,88
9x12	6,81	6,87



KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
EMU	11:00	Produkcja przemysłowa m/m	Kwiecień	-	0,1%	-0,2%
USA	14:30	Nowo zarejestrowani bezrobotni	Tydz. do 6.06	-	-	-
USA	14:30	Sprzedż detaliczna m/m	maj	-	0,6%	-0,2%

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 UPRZEDNIEGO 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, J EGO ZARZĄDU, PRACOWNIKÓW, WSPÓŁPRACOWNIKÓW, KOOPERANTÓW, AGENTÓW Z TYTUŁU PODJĘCIA PRZEZ JAKĄKOLWIEK OSOBĘ DZIAŁAŃ LUB ZANIECHAŃ W ZWIĄZKU Z NINIEJSZYM OPRACOWANIEM JEST WYŁĄCZONA. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRZEDNIĄ PISEMNIĄ ZGODĄ AUTORÓW.