



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****środa, 25 czerwca 2008**

STRON: 5

## Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
POL	Przed 14	Decyzja RPP	-	<b>6,0%</b>	6,0%	5,75%
USA	14:30	Zamówienia na dobra trwałe m/m	Maj	-	0,1%	-0,5%
USA	16:00	Sprzedaż nowych domów	Maj	-	511 tys.	526 tys.
USA	20:15	Decyzja Fed	-	<b>2,0%</b>	2,0%	2,0%

## Makroekonomia

### Dziś decyzje banków centralnych; RPP podwyżka do 6,0%, FOMC bez zmian na poziomie 2,0%

*Dzisiejsza podwyżka o 25 pb. wydaje się przesądzona. Kolejnej spodziewamy się w sierpniu lub wrześniu, podkreślając jednocześnie istotne zagrożenia dla sfery realnej, które nie wydają się obecnie wystarczająco zdyskontowane przez rynek.*

**RPP.** Przed godziną 14:00 zostanie ogłoszona decyzja RPP. Spodziewamy się podwyżki stopy referencyjnej do poziomu 6,0%. Razem z komunikatem po posiedzeniu poznamy także przybliżony kształt projekcji inflacji oraz tempa wzrostu PKB. Ostatnie komentarze członków RPP (głównie D. Filar) sugerują, że ścieżka inflacji będzie wskazywać na konieczność dalszego zacieśnienia monetarnego. Z kolei tempo wzrostu PKB zostanie najprawdopodobniej obniżone w stosunku do projekcji z lutego; scenariusz ten wspierają niższe odczyty indeksów koniunktury oraz negatywne efekty wywierane na sferę realną przez wysokie ceny ropy naftowej (zarówno o zasięgu globalnym jak i lokalnym).

Razem z podwyżką **spodziewamy się jastrzębiego tonu komunikatu.** Wśród czynników proinflacyjnych wymienione zostaną prawdopodobnie **czynniki globalne** (wysokie ceny paliw), które powodują silne wzrosty inflacji odczuwalnej i mogą skutkować efektami drugiej rundy; uwaga zostanie także zwrócona na **cenowe efekty wtórne**, które poprawnie mierzyć ma nowa miara inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii. Rada odniesie się z pewnością również do **przyspieszającej inflacji w strefie euro oraz jastrzębiego nastawienia EBC** (co widzieliśmy już wielokrotnie w wypowiedziach poszczególnych członków). Kolejnego ruchu spodziewamy się w sierpniu lub wrześniu, podkreślamy jednak istotne zagrożenia dla sfery realnej, które nie wydają się obecnie wystarczająco zdyskontowane przez rynek.

**FOMC.** Decyzja zostanie ogłoszona o godzinie 20:15. Stopy procentowe pozostaną na niezmiennym poziomie, jednak można spodziewać się jastrzębiego komunikatu, który ma za zadanie przygotować rynek (i konsumentów) do możliwości szybkich podwyżek stopy *Fed funds*, których nadejście możliwe jest już z końcem III kwartału. Ostatnie dane realne nie potwierdzają dostatecznie konieczności aż tak szybkiego ruchu ze strony FOMC. Również oczekiwania inflacyjne (U. Michigan, Conference Board) uległy w ostatnim miesiącu stabilizacji, choć trzeba przyznać, że na wysokim poziomie (odpowiednio 5,2% oraz 7,7%).

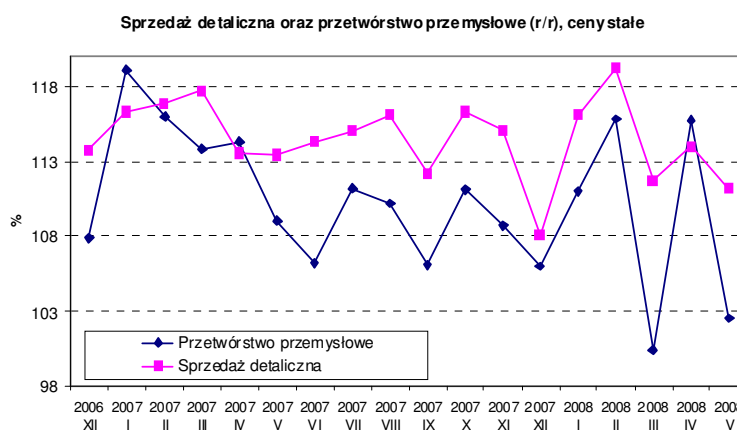
**Ewentualna podwyżka w sierpniu będzie silnie uzależniona od bieżących danych ze sfery realnej oraz stopnia zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych.**

## Sprzedaż detaliczna w Polsce bez niespodzianek

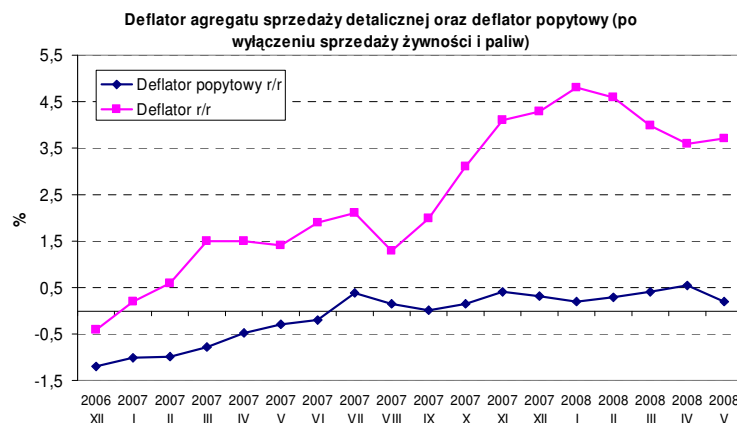
*Dane o sprzedaży potwierdzają zmianę w kompozycji tempa wzrostu PKB: wyższą kontrybucję konsumpcji indywidualnej przy malejącym udziale inwestycji i mniejszej dynamice wartości dodanej sfery podażowej.*

**Sprzedaż detaliczna rosła w maju w tempie 14,9% r/r wobec 17,6% r/r zanotowanych w poprzednim miesiącu.** Wysokie dynamiki sprzedaży zanotowane zostały w działach: meble, RTV, AGD, odzież i obuwiu. Szybciej niż przed miesiącem rosła sprzedaż żywności i paliw. Istotny spadek dynamiki zanotowano w sprzedaży samochodów (zaledwie 2,7% r/r). Dane nie potwierdziły naszych przewidywań, co do istotnego wpływu zakazu handlu, który objął aż cztery majowe dni.

Zestawiając dane o sprzedaży z danymi o produkcji przemysłowej coraz mocniej rysuje się zmiana struktury wzrostu gospodarczego. Oczekujemy, że w kolejnych kwartałach utrzymają się wysokie wzrosty konsumpcji indywidualnej, przy niższej kontrybucji inwestycji (strona popytowa) i malejącej kontrybucji przemysłu (strona podażowa). Taka struktura oczywiście jest czynnikiem mogącym zwiększać obawy o presję inflacyjną i w efekcie przyczyniać się do dalszego wzrostu oczekiwań inflacyjnych. Pamiętajmy jednak, że rozejście się sprzedaży i produkcji nie utrzymuje się zazwyczaj dłużej niż kilka kwartałów i charakteryzuje dojrzałą fazę cyklu koniunkturalnego. W tejże fazie cyklu (obniżenie dynamiki wzrostu gospodarczego) zazwyczaj pojawiają się oczekiwania odnośnie poluzowania monetarnego.



Po zdiagnozowaniu kierunku dla sfery realnej gospodarki (zainteresowanych odsyłamy do naszej analizy wskaźników wyprzedzających sprzed dwóch miesięcy) obecnie koncentrujemy się na ocenie skali wtórnych efektów niedawnego wzrostu cen paliw i energii, jak i kształtowaniu się oczekiwań inflacyjnych. **Rynek w znacznym stopniu zdyskontował już dość negatywny scenariusz dla polskiej inflacji, ostatnie dane (włączając zamieszczone poniżej delatory sprzedaży detalicznej) nie do końca scenariusz ten uzasadniają.**



Wczorajsze dane nie miały większego wpływu na rynek stopy procentowej. Inwestorzy oczekują na decyzję RPP, projekcję inflacyjną i komentarze RPP. Nie oczekujemy szybkiego wygaszenia oczekiwań na zacieśnienie monetarne w związku ze zmianą retoryki ECB, jak i nagłym wzrostem obaw o wtórne efekty wzrostu cen energii i paliw w naszej RPP.

## Bardzo słabe dane z USA

**Wczorajszy dzień przyniósł niespodziewane obniżenie indeksu zaufania konsumentów przygotowanego przez Conference Board do poziomu najniższego od 1992 roku** (50,4 pkt. Wobec 58,1 pkt. odnotowane w poprzednim miesiącu); sama składowa oczekiwań ustanowiła historyczne minimum. Wśród danych ze sfery podażowej, istotny spadek zanotowano w przypadku indeksu Richmond Fed, który potwierdza słabe perspektywy przed sektorem przemysłowym (diagnozowane kilka dni wcześniej przez Philly Fed).

Konsumenci wciąż pozostają pod silną presją cen (zwłaszcza paliw), która poważnie ogranicza ich realny dochód do dyspozycji (znajduje to wyraz w rekordowo wysokich oczekiwaniach inflacyjnych na okres najbliższego roku – 7,7%, tyle samo co w poprzednim miesiącu badania). Ograniczeniu tej miary dochodu konsumentów sprzyjają także wyższe odczyty stopy bezrobocia. **Wygląda na to, że pakiet fiskalny rozumiany jest przez konsumentów wyłącznie jako krótkookresowy impuls dla gospodarki i stąd nie przywiązują oni do niego większego znaczenia.** Obecne czynniki ograniczające siłę nabywczą konsumentów nie ulegną rozluźnieniu w najbliższych miesiącach (możliwa jest także ich intensyfikacja). Impuls fiskalny będzie miał krótkookresowy charakter - w drugiej połowie roku dynamika konsumpcji będzie więc bardzo niska; na tym gruncie można się spodziewać stosunkowo silnego działania antyinflacyjnego. Dylematy Fed przybierają na sile (patrz fragment na 1. stronie).

## Posiedzenie RPP, 25. czerwca

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone według krzywej OIS*)
Podwyżka o 25 bps	<b>100%</b>
Stopy bez zmian	<b>0%</b>
Obniżka o 25 bps	<b>0%</b>

\* OIS – Overnight Index Swap

## Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,3657	2,1681

EUR/USD 1,5570 EUR/JPY 167,95 EUR/PLN 3,3650 USD/PLN 2,1615

*Pod koniec wczorajszej sesji doszło do osłabienia dolara wobec euro do poziomu 1,5621. Wydaje się, że rynek dość trwale zdyskontował podwyżki stopy procentowej od sierpnia, przez co rekordowo niski odczyt oczekiwań w indeksie zaufania konsumentów przeszedł bez echa. Dziś wszyscy oczekują na komunikat FOMC; wcześniej dość duże znaczenie mogą mieć zamówienia na dobra trwałe (14:30).*

*Wczorajsze dane o sprzedaży detalicznej nie wywarły większego znaczenia na kurs złotego. Choć sesja charakteryzowała się dużą zmiennością, kurs EUR/PLN skończył dzień powyżej poziomu wsparcia 3,3600 (3,3640). Dzisiejszy jastrzębi komunikat RPP przyniesie prawdopodobnie umocnienie krajowej waluty.*

## Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Poziom oporu 1,5620 obronił się, prawdopodobna konsolidacja ok. 1,5550... Poniżej 1,5515/00 możliwe stoplosy.

wsparcie	opór
1,5540	1,5650
1,5515	1,5620
1,5465	1,5585

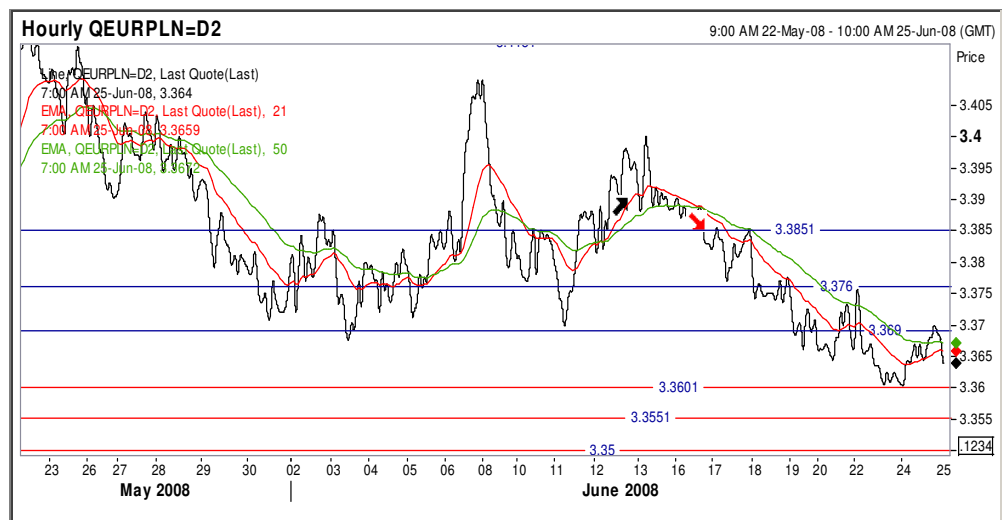


Źródło: Reuter

## Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Prawdopodobny kolejny test wsparcia 3,3600/3,3550 .. Powyżej 3,3690/00 możliwe stoplosy..

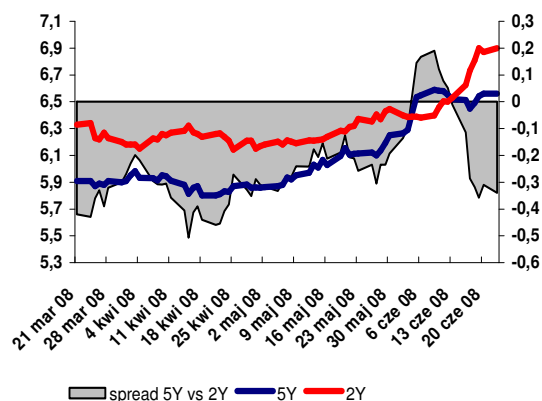
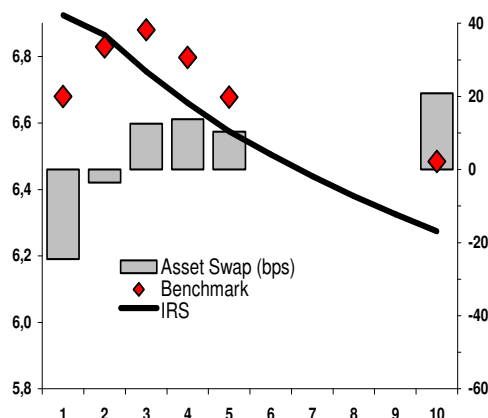
wsparcie	opór
3,3600	3,3850
3,3550	3,3760
3,3500	3,3690



Źródło: Reuters

## Rynek stopy procentowej, Złoty

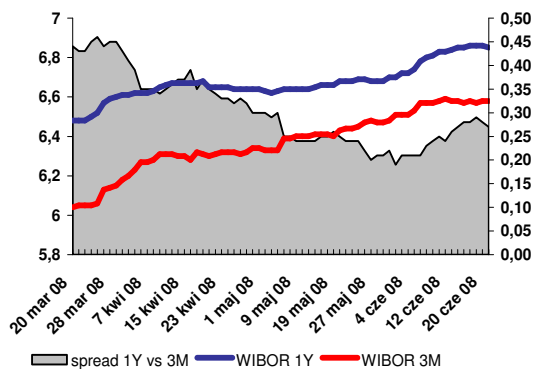
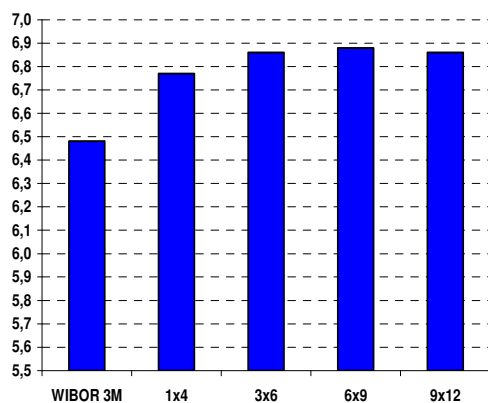
IRS	BID	ASK
1Y	6,90	6,96
2Y	6,85	6,88
3Y	6,74	6,77
4Y	6,64	6,68
5Y	6,56	6,59
6Y	6,49	6,52
7Y	6,43	6,45
8Y	6,37	6,39
9Y	6,31	6,34
10Y	6,26	6,29



depo	BID	ASK
ON	5,85	6,15
1M	5,99	6,19
3M	6,28	6,48

FRA	BID	ASK
1x2	6,40	6,46
1x4	6,71	6,77
3x6	6,80	6,86
6x9	6,82	6,88
9x12	6,80	6,86



### UWAGA!

NINIEJSZE OPRAWOWANIE 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 OPRAWOWANIU AUTORZY NIEKONIECZNIE POZOSTAJĄ W ZGODZIE Z OPINIAMI BRE BANKU. KWOTOWANIA WSKAZANE W OPRAWOWANIU 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 OPRAWOWANIA, 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 OPRAWOWANIEM JEST WYŁĄCZONA. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRAWOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRIEDZINĄ PISEMNIĄ ZGODĄ AUTORÓW.