



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

piątek, 27 czerwca 2008

STRON: 5

## Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
EMU	11:00	ESI	czerwiec	-	96 pkt.	97,1 pkt.
USA	14:30	Inflacja bazowa PCE	maj	-	0,2%	0,1%
USA	16:00	Zaufanie konsumentów U. Mich	czerwiec	-	56,9 pkt.	56,7 pkt.

## Makroekonomia

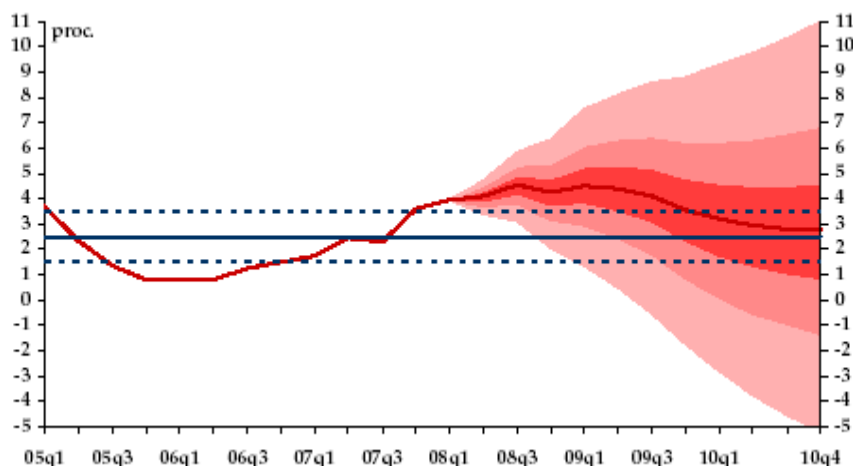
### Projekcja inflacji wskazuje na istotne zagrożenia dla zaprezentowanej (i tak nie do końca optymistycznej) ścieżki inflacji

*W porównaniu do poprzedniej projekcji, wyżej prezentuje się ścieżka 2008-2009 natomiast wyraźnie niżej znajduje się cały 2010 rok.*

Według najnowszej projekcji inflacyjnej NBP inflacja utrzymuje się powyżej górnej granicy celu do końca 2009 roku, a powrót do środka przedziału nastąpi już w roku kolejnym (patrz rysunek). W porównaniu do poprzedniej projekcji, wyżej prezentuje się ścieżka 2008-2009 natomiast wyraźnie niżej znajduje się cały 2010 rok. **Wzrost inflacji w krótszym horyzoncie projekcji jest wynikiem wyższych cen surowców energetycznych i żywności oraz większego wzrostu jednostkowych kosztów pracy. W dłuższym okresie działanie wspomnianych czynników odwraca się – spodziewana jest deflacja na cenach żywności oraz zmniejszenie presji na rynku pracy** (wejściem w szeregi siły roboczej osób dotychczas nieaktywnych zawodowo) – i dochodzi antyinflacyjne oddziaływanie dotychczas dokonanych podwyżek. Warto zaznaczyć, że nie wydaje się to do końca spójne z faktem, że w średnim i długim horyzoncie projekcji nowa miara inflacji bazowej plasuje się nieustannie powyżej górnego pasma odchyień od celu NBP. Stąd już niedaleko do wniosku, że sprowadzeniu inflacji do celu sprzyjają czynniki głównie poza kontrolą NBP – stąd być może tak duży błąd prognozy w 2010 roku.

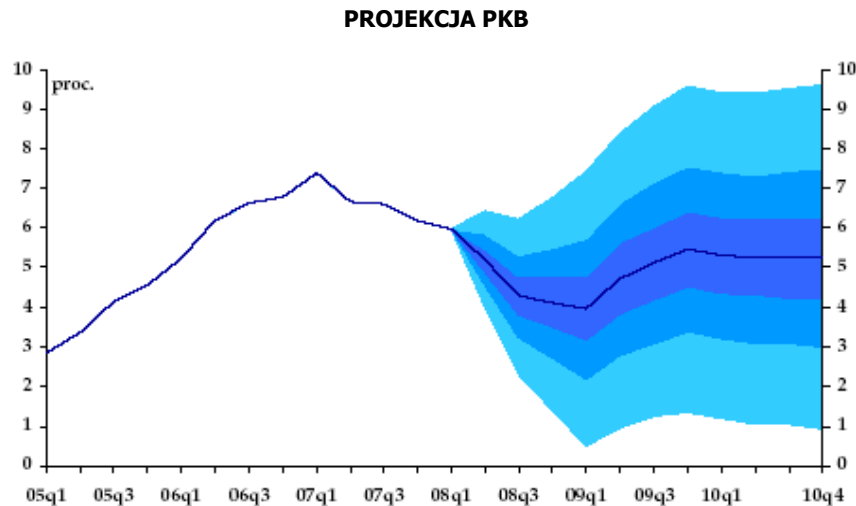
#### PROJEKCJA INFLACJI

*Sprowadzeniu inflacji do celu w 2010 roku sprzyjają czynniki głównie poza kontrolą NBP – stąd być może tak duży błąd prognozy w 2010 roku.*



Z kolei projekcja PKB zakłada widoczne osłabienie wzrostu gospodarczego do końca 2008 roku a następnie powolne przyspieszenie dynamiki PKB i stabilizację na poziomie około 5% (patrz rysunek). W horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej projekcja jest bardziej optymistyczna niż ta zaprezentowana w lutym. **Spowolnienie tempa wzrostu PKB w 2008 roku to wynik głównie presji kosztowej i czynników globalnych. Prognozowane odbicie, które ma mieć miejsce od 2009 roku to efekt zwiększenia efektywnej podaży pracy, co wydaje się założeniem dość optymistycznym. Dodatkowym czynnikiem działającym w kierunku wyższego wzrostu PKB jest wyższy szacunek popytu globalnego.**

*Przedstawione przez NBP obszary niepewności dla projekcji przedstawiają niekorzystny obraz ryzyk dla projekcji (są one w przeważającej większości jednokierunkowe – działanie w stronę wyższej inflacji).*



Przedstawione przez NBP obszary niepewności wydają się przedstawiać dość niekorzystny obraz ryzyk dla projekcji (są one w przeważającej większości jednokierunkowe). Możliwość silniejszego wzrostu inflacji płynie przede wszystkim z możliwości wystąpienia silniejszych napięć na rynku pracy (choć ostatnie dane BAEL łagodzą tę część niepewności), mniejszego ryzyka spowolnienia gospodarki światowej, efektów powodowanych przez regulacje rynkowe i wprowadzania standardów europejskich, a także silniejszego wzrostu cen surowców rolnych i energetycznych. Ryzyko kursowe określone jest jako symetryczne.

**Uważamy, że istnieje poważny dysonans pomiędzy wskazaniami projekcji inflacyjnej a późniejszymi komentarzami członków RPP (Filar, Czekaj, Wasilewska-Trenkner i Skrzypek).** Ich wypowiedzi można uznać za dość łagodne – pojawiają się w nich tradycyjne elementy ryzyka (możliwość przyspieszenia płac, polityka pieniężna Fed i EBC), wsparte podkreślają koniecznością oczekiwania na nadchodzące dane (a nawet wstrzymaniem działań do czasu kolejnej projekcji – Czekaj) oraz niepewnością związaną z antyinflacyjnym działaniem złotego (H. Wasilewska-Trenkner). Nie padają przy tym konkretne deklaracje odnośnie preferowanej wysokości stóp procentowych. Może to sugerować (i pośrednio jest komunikowane w stwierdzeniach „trudno powiedzieć”, „nie wiadomo” itp.), że w RPP panuje znaczna niepewność co do oceny perspektyw przyszłej inflacji.

**Biorąc pod uwagę wysokie wskaźniki inflacji bazowej w horyzoncie projekcji (4,0% w roku 2009 i 3,8% w 2010), oczekivalibyśmy znacznie bardziej jastrzębich komentarzy (wyraźne wskazanie na podwyżki stopy referencyjnej),** chyba że scenariuszem bazowym Rady jest bardziej gwałtowne obniżenie dynamiki PKB – stąd też być może bardzo częste komentarze odnośnie szukania potwierdzenia projekcji w nadchodzących danych.

## Wczorajsze dane z USA bez przełomu

Wczorajszy odczyt finalny PKB okazał się zgodny z oczekiwaniami na poziomie 1,0%. Kosmetycznej rewizji w górę uległo tempo wzrostu wydatków konsumpcyjnych (1,1% wobec 1,0% podanego wcześniej); podwyższone zostały także dynamiki nakładów inwestycyjnych w maszyny i urządzenia (tu miła niespodzianka, rewizja z wartości ujemnych na dodatnie 0,6%). Mniej korzystnie przedstawia się obraz procesów nominalnych; **rewizja w górę nastąpiła w przypadku delatora PCE, zarówno pełnego (do 3,6%) jak i liczonego w ujęciu bazowym (do 2,3%)**. W maju nieznacznie wzrosła (o 2% w ujęciu annualizowanym) także sprzedaż domów na rynku wtórnym; utrzymała się jednak spadkowa tendencja w przypadku cen (-6,3% r/r).

Opublikowane dane nie mają dużego znaczenia dla polityki pieniężnej. Z tego względu podtrzymujemy nasz scenariusz, że **podwyżka stóp możliwa jest na jesieni, o ile nie dojdzie do głębszego wyhamowania sfery realnej ze względu na wyjątkowo niekorzystne oddziaływanie wyższych kosztów** na aktywność przedsiębiorstw w dolnej fazie cyklu koniunkturalnego.

## Posiedzenie RPP, 30. lipca

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

\* OIS – Overnight Index Swap

## Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,3585	2,1420

EUR/USD 1,5725 EUR/JPY 168,50 EUR/PLN 3,3720 USD/PLN 2,1445

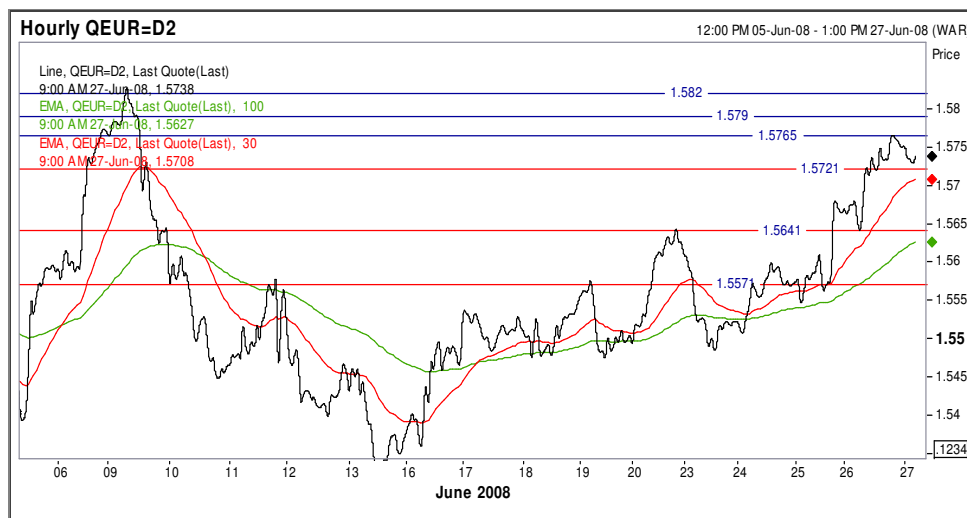
Złoty osłabił się wczoraj względem euro osiągając na zamknięciu poziom 3,374. EUR/PLN będzie dziś pozostawał pod wpływem czynników globalnych tj. ponownie rosnącej awersji do ryzyka.

Dolar pozostawał wczoraj pod presją spadków na amerykańskich giełdach oraz kolejnego rekordu ustanowionego przez ceny ropy naftowej (szczyt intraday na poziomie 140\$ za baryłkę) kończąc dzień na poziomie 1,575. Dzisiejsze publikacje inflacji PCE w USA (14:30) mogą być wsparciem dla dolara, natomiast wydaje się, że zaufanie konsumentów (16:00) będzie czynnikiem negatywnym. Wcześniejsze wskazania ESI dla strefy euro (11:00) mogą również okazać się wsparciem dla amerykańskiej waluty.

## Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Prawdopodobna realizacja zysków na długich pozycjach w euro (test wsparcia 1,5660/40). Silny poziom oporu ok. 1,5790/1,5820..

wsparcie	opór
1,5720	1,5820
1,5640	1,5790
1,5570	1,5765



Źródło: Reuter

## Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Realizacja zysków, prawdopodobny test poziomów oporu 3,3780/3,3850.

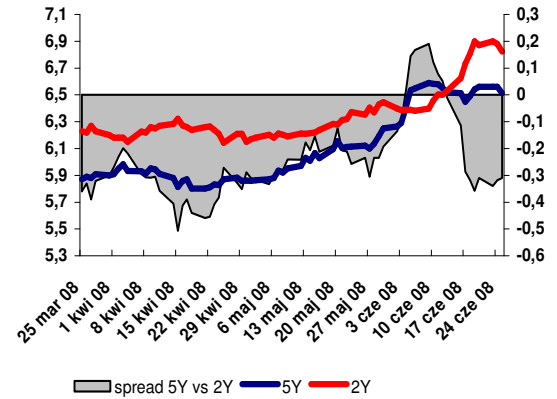
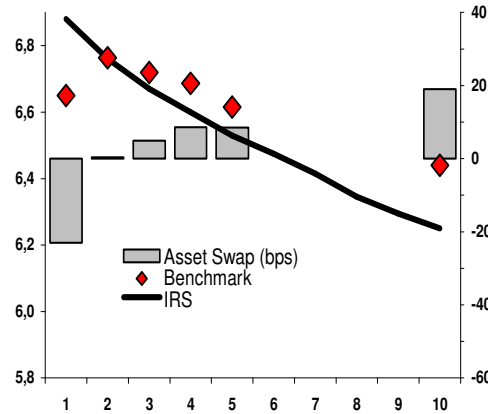
wsparcie	opór
3,3570	3,3850
3,3515	3,3780
3,3450	3,3750



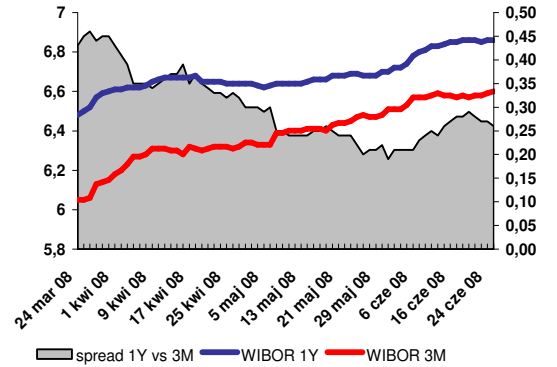
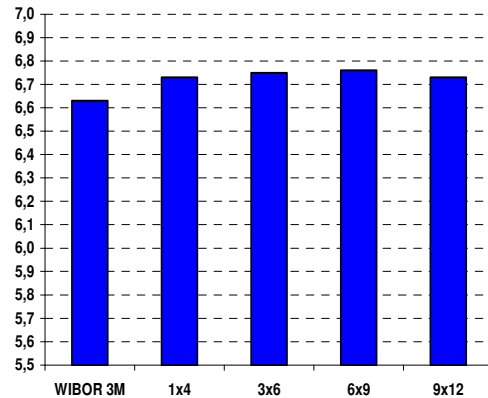
Źródło: Reuters

## Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	6,86	6,90
2Y	6,75	6,77
3Y	6,66	6,68
4Y	6,59	6,61
5Y	6,52	6,54
6Y	6,46	6,49
7Y	6,40	6,43
8Y	6,33	6,36
9Y	6,28	6,31
10Y	6,24	6,26



depo	BID	ASK
ON	6,00	6,30
1M	6,08	6,28
3M	6,43	6,63
FRA	BID	ASK
1x2	6,36	6,43
1x4	6,67	6,73
3x6	6,69	6,75
6x9	6,70	6,76
9x12	6,67	6,73



### 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 ZASTĘPIENIA NIEZALEŻNEJ PROFESJONALNEJ PORADY INWESTYCYJNEJ. JAKĄKOLWIEK ODPOWIEDZIALNOŚĆ BRE BANKU SA, JEGO ZARZĄDU, PRACOWNIKÓW, WSPÓŁPRACOWNIKÓW, KOOPERANTÓW, AGENTÓW Z TYTUŁU PODJĘCIA PRZEZ JAKĄKOLWIEK OSOBĘ DZIAŁAŃ LUB ZANIECHAŃ W ZWIĄZKU Z NINIEJSZYM OPRAWOWANIEM JEST WYŁĄCZONA. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRAWOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRIEDZIĄ PISEMĄ ZGODĄ AUTORÓW.