



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, 2 lipca 2008**

STRON: 5

## Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
USA	16:00	Zamówienia w przemyśle m/m	Maj	-	0,4%	1,1%

## Makroekonomia

### Prognoza inflacji MinFin na poziomie 4,5% r/r

*Członkowie Rady podkreślają utrzymanie stanowiska wait-and-see powołując się na czynniki globalne (ropa naftowa, żywność) oraz zachowanie EBC.*

**Oszacowania Ministerstwa potwierdzają naszą prognozę inflacji na poziomie 4,5% r/r.** Komentarz odnośnie danej wskazuje, że siłą napędową inflacji w ujęciu miesięcznym były ceny paliw (4,2%) oraz ceny wyrobów alkoholowych i tytoniowych (0,9%). W kierunku spadku inflacji oddziaływały ceny żywności i napojów bezalkoholowych (-1,2% m/m). Inflacja średnioroczna została oszacowana przez Ministerstwo na poziomie 4,1%.

Oszacowania dynamiki żywności oraz cen paliw są niemal zgodne z naszą prognozą. Zakładamy natomiast niższy wzrost cen w kategorii „napoje alkoholowe i wyroby tytoniowe” – liczba podana przez Ministerstwo wskazuje na konserwatywną prognozę, z dynamiką na poziomie roku ubiegłego. Uważamy, że podwyżka akcyzy na wyroby tytoniowe ujawni się w bieżącym roku później z uwagi na wyższy poziom zgromadzonych zapasów (dłuższy okres sprzedaży towarów po niższych cenach). **Podtrzymujemy naszą prognozę inflacji bazowej netto na poziomie 3,3% oraz nowej miary inflacji bazowej w przedziale 2,1-2,2%, co oznacza utrzymanie efektów wtórnych na względnie niskim poziomie.**

Publikacja nie wywołała reakcji na żadnym z rynków. Również wypowiedzi członków RPP były dość uspokajające (H. Wasilewska-Trenkner, D. Filar, M. Noga): inflacja nie była zaskoczeniem dla żadnego z nich. **Nasiliły się wypowiedzi odnośnie sierpniowego szczytu inflacji, kiedy nieznacznie przekroczy ona poziom 5%.** M. Noga zasugerował także powstanie drugiego lokalnego szczytu na początku przyszłego roku z uwagi na ceny energii (zapowiadane uwolnienie cen energii elektrycznej?).

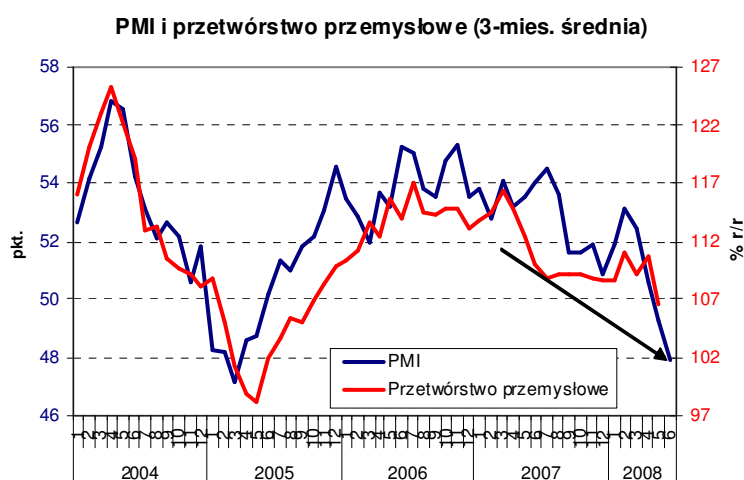
*Uważamy, że najbardziej dogodnym terminem na dokonanie podwyżki pozostaje sierpień bądź wrzesień.*

**Kształt przyszłej polityki pieniężnej pozostaje w dalszym ciągu nieokreślony.** Członkowie Rady podkreślają utrzymanie stanowiska *wait-and-see* powołując się na czynniki globalne (ropa naftowa, żywność) oraz zachowanie EBC. Rośnie także grupa zwolenników zwlekania z decyzją do kolejnej projekcji – do obozu J. Czekała dołączył M. Noga. Uważamy, że bardziej dogodnym terminem na dokonanie podwyżki pozostaje sierpień bądź wrzesień. Daty te mają istotne znaczenie komunikacyjne i mogą korzystnie oddziaływać na oczekiwania inflacyjne przed opublikowaniem danych o wysokim poziomie inflacji, który

może zostać uwypuklony przez media. Do tego czasu możliwa będzie także ocena trendu na płacach i nasilenia efektów wtórnych w obrębie nowej miary inflacji bazowej. Nie bez znaczenie pozostaje także postawa EBC (być może wyraźna zmiana nastawienia na walkę z inflacją), która do tej pory ulegnie prawdopodobnie wyklarowaniu. **Uważamy, że odłożenie decyzji RPP do kolejnej projekcji jest niemal tożsame z odejściem od dalszego zaostrzania polityki monetarnej.**

## Dalszy spadek indeksu PMI w Polsce

PMI w przemyśle zaskoczył negatywnie, osiągając poziom 47,9 pkt. To najniższy poziom wskaźnika od marca 2005 roku, kiedy menedżerowie logistyczni ocenili sytuację na 47,2 pkt. **Odczyt sugeruje, że już drugi raz z rzędu aktywność w sektorze przetwórczym uległa kontrakcji.**



W porównaniu z majem, na niższym poziomie znalazła się większość wskaźników dla sfery realnej – najistotniejsze (w tym nowe zamówienia, zatrudnienie i produkcja) pogłębiły spadki z ostatniego miesiąca. **Zagrożenia dla sfery realnej uległy od czasu ostatniego miesiąca intensyfikacji; pomogły w tym koszty produkcji, które utrzymały się na wysokim poziomie.** Podtrzymujemy tym samym naszą (niższą od konsensusu) prognozę produkcji przemysłowej (8,1% r/r) wskazując dodatkowo na możliwe ryzyko niższego odczytu. Nie zmieniamy jednak oszacowania sprzedaży detalicznej (17,0%) zwracając uwagę, że konsumpcja napędzana jest niezmiennie przez wysokie tempo wzrostu wynagrodzeń i będzie jednym z ostatnich agregatów, które odczują skutki spowolnienia aktywności gospodarczej (dodatkowo: opublikowane wstępne dane SAMAR wskazują, że dynamika sprzedaży samochodów na poziomie około 13% r/r okazała się zgodna z naszymi założeniami do prognozy).

## ISM powyżej 50 pkt. pierwszy raz od stycznia 2008

Indeks odnotował wzrost do poziomu 50,2 pkt. Mimo wcześniejszych niekorzystnych sygnałów wysyłanych przez regionalne indeksy koniunktury (Philly Fed, Richmond Fed), wydaje się że przetwórstwo przemysłowe radzi sobie nadzwyczaj dobrze w skali całego kraju, zwłaszcza biorąc pod uwagę rekordowe ceny ropy naftowej i energii.

Kompozycja indeksu przedstawia się dużo mniej optymistycznie. **Wśród komponentów wchodzących w skład miary headline znaczne wzrosty odnotowały jedynie**

**zapasy oraz szybkość realizacji dostaw** (wzrost komponentu oznacza powstawanie większych opóźnień w dostawach); **uwagę zwraca natomiast kolejny spadek oszacowania zatrudnienia**. W przypadku subindeksów dotyczących produkcji i nowych zamówień nie odnotowano większych zmian w skali miesiąca. Wysokie ceny ropy naftowej nie pozostają bez wpływu na sektor przetwórczy – komponent cenowy ISM odnotował poziom 91,5 pkt. – najwyższy od 1979 roku (aż 84% ankietowanych firm sygnalizuje wzrost płaconych cen).

**Choć na pierwszy rzut oka korzystny, indeks ISM nie rozwiązuje bieżących dylematów Fed**. Wciąż jednoznacznie nie widać kierunku, w którym podaży sfera realna gospodarki; z drugiej strony rekordowe komponenty cenowe oraz wzrosty inflacji odczuwalnej niekorzystnie kształtują oczekiwania inflacyjne. **Choć obniżająca się aktywność na rynku pracy raczej nie będzie sprzyjać efektom drugiej rundy (w tym zakresie sytuacja wydaje się odmienna niż w strefie euro), wydaje się że FOMC nie zdecyduje się na utrzymywanie realnych stóp procentowych na ujemnym poziomie przez dłuższy czas** – biorąc pod uwagę opóźnienia w oddziaływaniu polityki pieniężnej, w obszarze zainteresowań Fed znajdzie się wkrótce sytuacja w 2010 roku, kiedy to procesy na rynku pracy ulegną już najprawdopodobniej odwróceniu.

### 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
3,3543	2,1293

EUR/USD 1,5810 EUR/JPY 167,50 EUR/PLN 3,3525 USD/PLN 2,1205

*Wczoraj doszło do nieznacznego umocnienia kursu EUR/PLN do poziomu 3,3543, choć inflacja podana przez MinFin (4,5% r/r) nie zrobiła na inwestorach żadnego wrażenia. Dziś złoty pozostawał będzie pod wpływem czynników globalnych z uwagi na brak istotnych danych krajowych.*

*W dniu wczorajszym wsparciem dla euro okazały się dobre dane o sprzedaży detalicznej w Niemczech, natomiast krótkotrwałym impulsem dla dolara był w amerykańskiej części sesji lepszy od oczekiwań indeks ISM. Ostatecznie „zwyciężyło” zaniepokojenie o sferę realną amerykańskiej gospodarki, wparte przez oczekiwania na jutrzejszą podwyżkę stóp EBC; EUR/USD skończył azjatycką sesję na poziomie 1,5808. Dziś ważne dane o zamówieniach w przemyśle USA.*

### Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Prawdopodobny kolejny test oporu 1,5835/45.. (ewentualnie 1,5865), przy nadal słabym sentymencie wzg. USD przełamanie wydaje się możliwe. Korekta w krótkim terminie powinna być ograniczona do 1,5780/70.. poniżej 1,5740 możliwe stoplosy.

wsparcie	opór
1,5780	1,5890
1,5740	1,5865
1,5710	1,5835



Źródło: Reuter

## Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Konsolidacja w paśmie 3,35-3,3650 przed ewentualną kontynuacją trendu (przełamanie 3,35 otwiera drogę na 3,3350/3,3250).

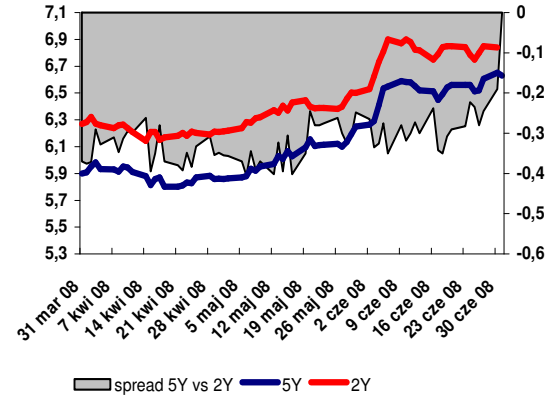
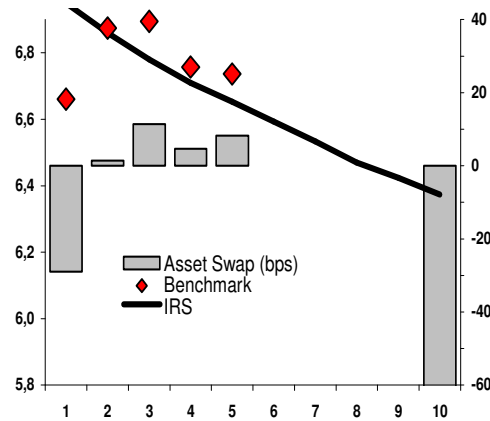
wsparcie	opór
3,3500	3,3760
3,3450	3,3680
3,3350	3,3590



Źródło: Reuters

## Rynek stopy procentowej, Złoty

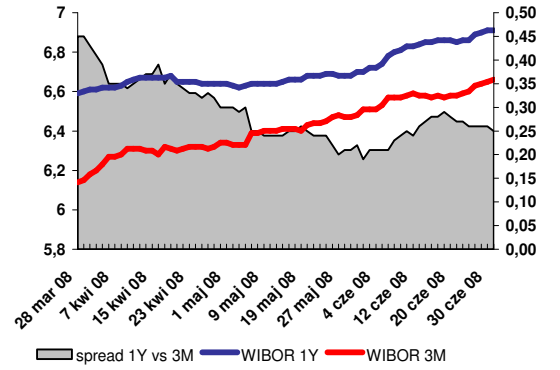
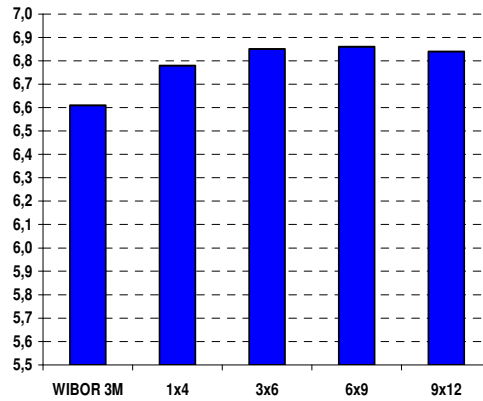
IRS	BID	ASK
1Y	6,93	6,97
2Y	6,84	6,88
3Y	6,76	6,80
4Y	6,69	6,73
5Y	6,63	6,68
6Y	6,57	6,62
7Y	6,51	6,56
8Y	6,45	6,49
9Y	6,40	6,45
10Y	6,35	6,40



depo	BID	ASK
ON	5,78	6,08
1M	6,07	6,27
3M	6,41	6,61

FRA	BID	ASK
1x2	6,39	6,44
1x4	6,73	6,78
3x6	6,80	6,85
6x9	6,81	6,86
9x12	6,79	6,84



### 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, JEGO 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.