



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](mailto:research@brebank.com.pl)

**Daily Letter****piątek, 22 sierpnia 2008**

STRON: 5

## Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
EMU	11:00	Nowe zamówienia w przemyśle m/m	Czerwiec	-	-1,1%	-3,5%

## Makroekonomia

### Lipcowe „Minutes” RPP

Skrócony opis dyskusji z lipcowego posiedzenia Rady wskazuje, że było ono głównie poświęcone zagadnieniom kursu walutowego (zbyt szybkiej aprecjacji złotego, antyinflacyjnemu wpływowi tego zjawiska, jak również wpływowi kursu złotego na wzrost gospodarczy). Ważnym punktem w dyskusji po raz kolejny okazała się kwestia nadchodzącego spowolnienia gospodarczego. Zdaniem Rady będzie ono stopniowe, przy czym część członków wskazywała na jego bardzo niewielką skalę, a co za tym idzie - ograniczony wpływ na obniżenie presji inflacyjnej.

Na posiedzeniu dyskutowano o ewentualnych dalszych podwyżkach stóp, które miałyby zapobiec utrwaleniu oczekiwań inflacyjnych na podwyższonym poziomie. **Głównym powodem dla którego nie doszło jednak do „korekcyjnej” zmiany parametrów polityki monetarnej była (i tu „Minutes” wskazują, że była to opinia większości RPP) silna aprecjacja złotego oraz antycypowane spowolnienie gospodarcze. Rada oceniła, że dokonane podwyżki przybliżą osiągnięcie celu inflacyjnego.**

Opis dyskusji wskazuje na znaczne złagodzenie nastrojów w Radzie już w lipcu. Uważamy, że proces ten będzie postępował (od czasu ostatniego posiedzenia zanotowano kumulację słabych danych makro z regionu i Polski, stabilizację/spadek cen ropy naftowej i wreszcie stabilizację inflacji bazowej – patrz poniżej).

### Nowa miara inflacji bazowej stabilizuje się na poziomie 2,2% r/r

Wczoraj NBP podał dane o inflacji bazowej za lipiec. Dwie miary inflacji bazowej wzrosły, trzy spadły, jedna pozostała bez zmian w ujęciu rocznym. **Dla RPP istotnym argumentem za umiarkowanym jedynie przełożeniem się wzrostu cen energii i płac na inflację jest właśnie stabilizacja inflacji po wyłączeniu cen energii i żywności na poziomie 2,2% r/r.** Dodajmy jednak, że za sprawą efektów bazowych miara ta wzrośnie do 2,7-2,8% w sierpniu i prawdopodobnie zbliży się do poziomu 3% na koniec roku. Jednak to obniżająca się, głównie z powodu efektów wysokiej bazy, *headline inflation* (i inflacja odczuwalna) oraz wizja spowolnienia gospodarczego zawładną umysłami członków RPP w kolejnych miesiącach.

## Wyniki finansowe przedsiębiorstw niefinansowych coraz słabsze

Wynik finansowy netto przedsiębiorstw niefinansowych wyniósł w pierwszym półroczu 44,3 mld zł i był o 3,6% wyższy niż przed rokiem (wyniki z I kwartału było o 7,4% lepsze niż w analogicznym okresie ubiegłego roku). **Zysk netto odnotowało 71,7% przedsiębiorstw, zdecydowanie więcej niż 66,9 po pierwszym kwartale br.** Największą poprawę wyniku finansowego netto odnotowano w budownictwie; pogorszenie wystąpiło w transporcie i przetwórstwie przemysłowym. **Wyraźnie gorzej radzili sobie eksporterzy – wśród tej grupy przedsiębiorstw zysk netto wykazało 73,3% przedsiębiorstw wobec 79,5% w analogicznym okresie ubiegłego roku.**

Po raz kolejny przychody z całokształtu działalności rosły wolniej od kosztów ich uzyskania, co pogorszyło wskaźnik poziomu kosztów do 94,0 (po pierwszym kwartale wyniósł on 94,2). W strukturze rodzajowej kosztów wzrósł udział usług obcych (o 0,7 pp.) i wynagrodzeń (o 0,5 pp.); znacznie zmniejszył się natomiast udział zużycia materiałów (o 0,7 pp.). W porównaniu z analogicznym okresem 2007 roku obniżyły się wszystkie pozostałe wskaźniki ekonomiczno finansowe.

**Wyniki finansowe przedsiębiorstw są jednym z najbardziej czułych barometrów koniunktury.** Potwierdzają one w pełni nasze diagnozy odnośnie spowolnienia gospodarczego. W szczególności potwierdzają się coraz słabsze wyniki przetwórstwa przemysłowego (z dużym odsetkiem przedsiębiorstw nastawionych na produkcję eksportową) i wiodąca rola budownictwa. Kurczące się zyski netto będą ważyć na przyszłej działalności inwestycyjnej przedsiębiorstw; już teraz widać natomiast rosnącą niechęć przetwórców do rozszerzania zatrudnienia. **W tej sytuacji niewielka siła cenowa przedsiębiorstw zapobiega przenoszeniu coraz to wyższych kosztów na konsumentów (co znajduje wyraźne odbicie w zyskach).**

## Strefa euro: Indeksy PMI w okolicach oczekiwań

Indeks PMI dla przemysłu wyniósł w sierpniu 47,5 pkt. wobec 47,4 pkt. w lipcu (oczekiwania na poziomie 47,0 pkt.). Indeks dla sektora usług wyniósł 48,2 pkt. wobec 48,3 pkt. w lipcu (oczekiwania na poziomie 48,0 pkt.). Obydwa odczyty okazały się jedynie nieznacznie lepsze od oczekiwań, pozostały jednak wciąż poniżej poziomu 50 pkt. rozdzielającego ekspansję od kontrakcji. Indeksy PMI wysyłają wciąż ten sam sygnał – gospodarka strefy euro weszła dość szybko w fazę spowolnienia gospodarczego, co prawdopodobnie skłoni EBC do rewizji prognoz tempa wzrostu PKB. Zwalniająca gospodarka nie implikuje jednak automatycznie nagłego zwrotu w polityce pieniężnej – **wciąż wysoka inflacja oraz dobra sytuacja na rynku pracy stwarzają niebezpieczeństwo wystąpienia efektów drugiej rundy, którym zapobieganie stoi wciąż na czele priorytetów banku centralnego.**

## Posiedzenie RPP, 27. sierpnia

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

## Ceny terminowe ropy naftowej Brent (USD)

Kontrakt	Ask	Zmiana
OCT8	120,5	0,28
NOV8	121,79	0,25
DEC8	122,95	0,01

Data: 2008-08-22

Godzina: 8:26:01

## Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,3160	2,2430

EUR/USD 1,4880 EUR/JPY 162,10 EUR/PLN 3,2975 USD/PLN 2,2160

Wczoraj byliśmy świadkiem ponownego silnego skorelowania rynku ropy (czy też surowców ogólnie) z amerykańską walutą. Wzrost ceny ropy naftowej do powyżej 120 dolarów za baryłkę (spowodowany po części katastroficznym raportem jednego z banków inwestycyjnych) spowodował osłabienia amerykańskiej waluty do poziomu 1,49 wobec euro.

Złoty umocnił się pod koniec wczorajszej sesji głównie za sprawą osłabiającego się dolara. Zdecydowanie mniejszy wpływ na złotego mają lokalne zmiany oczekiwań co do polityki monetarnej. Zmiany EUR/USD będą prawdopodobnie determinować najbliższą ścieżkę złotego.

## Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Pogłębienie korekty euro oznacza test poziomów oporu 1,4907/1,4950.. silne poziomy oporu ok. 1,4980/1,5000 (cel korekty).

wsparcie	Opór
1,4850	1,4980
1,4815	1,4945
1,4775	1,4907



Źródło: Reuter

## Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Oslabienie dolara wsparło waluty regionu CE4, prawdopodobny test poziomów wsparcia 3,2915/3,2870 (możliwe stoplosy na długich pozycjach w euro). Silny poziom wsparcia ok. 3,2760/50.

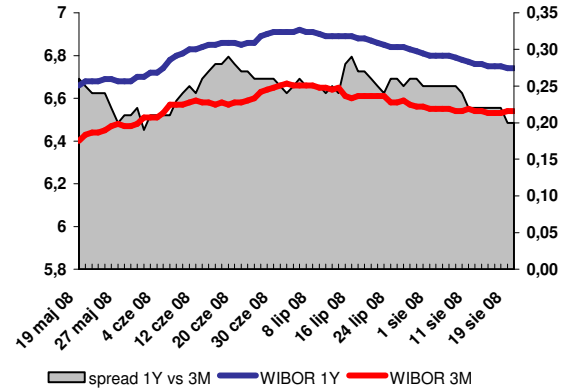
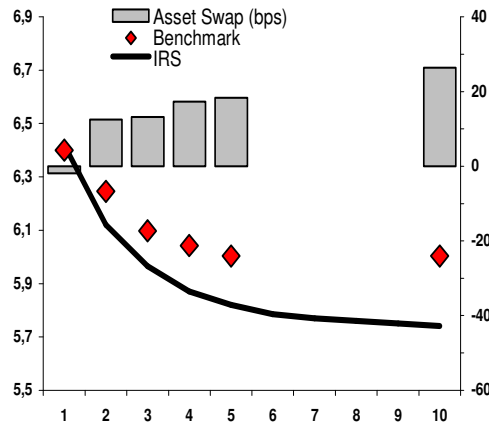
Wsparcie	opór
3,2915	3,3365
3,2870	3,3200
3,2760	3,3055



Źródło: Reuters

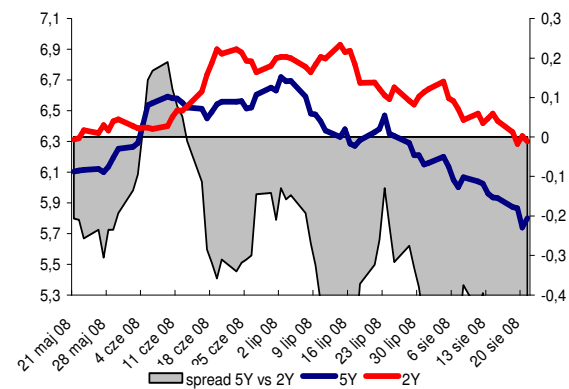
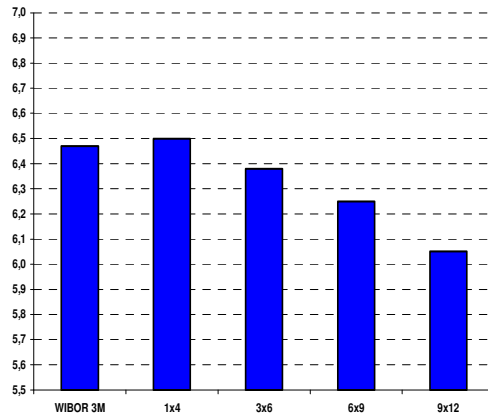
## Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	6,39	6,45
2Y	6,10	6,14
3Y	5,94	5,99
4Y	5,85	5,89
5Y	5,80	5,84
6Y	5,77	5,81
7Y	5,75	5,79
8Y	5,74	5,78
9Y	5,73	5,77
10Y	5,72	5,76



depo	BID	ASK
ON	5,93	6,43
1M	6,12	6,32
3M	6,27	6,47

FRA	BID	ASK
1x2	6,22	6,27
1x4	6,45	6,50
3x6	6,33	6,38
6x9	6,20	6,25
9x12	6,00	6,05



### UWAGA!

NINIEJSZE OPRAWOANIE 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 UPRZĘDNIĘGO POWIADOMIENIA. INFORMACJE, NA KTÓRE POWOŁUJĄ SIĘ W NINIEJSZYM OPRAWOANIU AUTORZY NIEKONIECZNIE POZOSTAJĄ W ZGODZIE Z OPINIAMI BRE BANKU. KWOTOWANIA WSKAZANE W OPRAWOANIU 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 OPRAWOANIA, 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 OPRAWOANIEM JEST WYŁĄCZONA. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRAWOANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRZĘDNIĄ PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.