



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

czwartek, 15 listopada 2007

STRON: 5

Makroekonomia

Inflacja znowu w górę

Zasadniczym powodem wzrostu inflacji jest wzrost cen żywności. Ceny te wzrosły o 1,7% m/m.

Inflacja netto wzrosła z 1,2% do 1,4%.

W październiku roczny wskaźnik inflacji wzrósł do 3,0% (oczekiwano 3,0%) wobec 2,3% zanotowanych we wrześniu. Zasadniczym powodem wzrostu inflacji jest wzrost cen żywności. Ceny te wzrosły o 1,7% m/m (mimo wszystko mniej niż u naszych południowych sąsiadów, gdzie zanotowano 2,4% m/m wzrost). Istotne wzrosty zanotowano ponadto w kategorii mieszkanie, 0,6% m/m, restauracje i hotele 0,5% m/m i edukacja 1,1% m/m. Ceny paliw spadły o 0,2% m/m, co jest przede wszystkim zasługą silnego złotego. Co ciekawe potwierdziły się nasze oczekiwania dotyczące cen *tradeables* (między innymi cen odzieży i obuwia) – ceny w tych kategoriach mimo silnego złotego przestały spadać! Podobną tendencję obserwujemy w regionie od 2-3 miesięcy. Według naszych szacunków inflacja netto wzrosła w październiku do 1,4% z 1,2% zanotowanych we wrześniu. Naszym zdaniem podobnych (o 0,2-0,3 pkt proc.) wzrostów zarówno inflacji netto jak i *headline inflation* należy oczekiwać w najbliższych miesiącach – inflacja wzrośnie do powyżej 3% w listopadzie i do około 3,3-3,5% w grudniu. W styczniu skumulowane podwyżki gazu, energii elektrycznej i ewentualne podwyżki VAT mogą wybić inflację powyżej górnej granicy celu inflacyjnego. **Taka krótkookresowa ścieżka inflacji może generować dalszy wzrost oczekiwań na podwyżki stóp procentowych. Niewykluczone, że RPP zareaguje bardziej gwałtownie na początku roku podnosząc stopy zarówno w styczniu, jak i w lutym (może poszukiwane analogii do paniki wywołanej szokiem inflacyjnym po akcesji do UE jest przesadzone, ale RPP wydaje się dość mocno reagować na bieżące wzrosty inflacji). Podwyżka w listopadzie jest naszym zdaniem praktycznie pewna.**

Kolejne komentarze członków RPP

W komentarzach członków RPP pojawiają się symptomy większego zainteresowania wzrostem gospodarczym.

Jeszcze przed publikacją oficjalnych danych o inflacji wypowiedziała się H. Wasilewska-Trenkner i J. Czekaj. Członkini RPP wskazała, że podwyżka w listopadzie jest bardzo prawdopodobna. W wyniku rosnącej presji inflacyjnej oraz stopniowego zaniku antyinflacyjnego oddziaływania kursu złotego potrzebne są jeszcze 3-4 podwyżki, które powinny być skondensowane w czasie. Perspektywy wzrostu gospodarczego są na razie korzystne z uwagi na działania rządu wspierające przedsiębiorczość – z tego powodu produkt pozostanie powyżej potencjału w najbliższych kwartałach wzmagając presję inflacyjną. Swoje wcześniejsze stanowisko dotyczące podwyżki stóp w listopadzie osłabił J. Czekaj zaznaczając, że RPP jest wprawdzie w „tightening mode”, jednak skala i termin kolejnej podwyżki nie jest przesądzony. Członek RPP spodziewa się jedynie niewielkiego osłabienia wzrostu gospodarczego w nadchodzących kwartałach. Nie przyjmuje również większej wagi do szybko rosnących płac – jego zdaniem wpływ ich oddziaływania na ULC będzie

ograniczany przez efekty dotychczasowych inwestycji wpływających na wzrost produktywności.

Tuż po publikacji wypowiedział się również S. Owsiak a następnie D. Filar. Według pierwszego z członków, dana o inflacji CPI wymaga zastanowienia a dalsze decyzje będą zależały od nadchodzących danych. Wydaje się, że w ten sposób Owsiak szuka potwierdzenia na słabnącą presję płacową i symptomy wolniejszego wzrostu gospodarczego. O koncentracji podwyżek w czasie przekonany jest także (obok Wasilewskiej-Trenkner) D. Filar. Jego zdaniem zwyżkujące ceny żywności mogą się utrzymać i nie jest to klasyczny szok podażowy. W obliczu tego faktu zasadne wydaje się stabilizowanie inflacji bazowej na niższym poziomie tak, aby wzrost cen liczony z pełnego koszyka był niższy.

Najnowsze wypowiedzi nie wnoszą nic nowego do wcześniejszych komentarzy ogłoszonych tuż po publikacji prognozy Ministerstwa Finansów. W szczególności nie zmieniają naszego stanowiska, że do podwyżki oprocentowania dojdzie w listopadzie. Pojawiające się w wypowiedziach kwestie związane ze wzrostem gospodarczym wydają się, naszym zdaniem, coraz ważniejsze dla członków RPP. Z tego też powodu skala dalszego zacieśnienia monetarnego będzie zależała także od percepcji członków Rady odnośnie tempa rozwoju polskiej gospodarki.

Przemówienie szefa Fed w Cato Institute

Zasadniczym celem wczorajszego przemówienia była prezentacja zmian w sposobie komunikacji Fed z otoczeniem. Prezes Bernanke podkreślił jak ważna dla efektywności polityki monetarnej jest przejrzystość jej prowadzenia. W tym celu zwiększona zostanie częstotliwość prezentacji prognoz, które są podstawą decyzji Fed (4 razy do roku), wydłużony ich horyzont do 3 lat oraz zakres (każdy z członków Fed będzie musiał obok prognoz PKB, stopy bezrobocia i inflacji bazowej przedstawić prognozę ogólnego wskaźnika inflacji PCE). Wprowadzenie konieczności prognozowania ogólnego wskaźnika inflacji PCE zdaje się być zwieńczeniem dyskusji w Fed o indukowaniu wyższych oczekiwań inflacyjnych poprzez wzrost cen kategorii popytowych. Zwiększenie zakresu i horyzontu prognoz (członkowie Fed prognozują te wskaźniki przy subiektywnych założeniach co do ścieżki stóp proc.) ma na celu umożliwienie otoczeniu właściwej i pełniejszej oceny tempa ewentualnych zmian stóp procentowych.

W przemówieniu znalazł się również wątek o wprowadzeniu bezpośredniego celu inflacyjnego – taką politykę stosuje chociażby NBP i EBC (obecnie FED stabilizuje poziom cen i zatrudnienie). Wstępem do tej zmiany ma właśnie wprowadzona większa przejrzystość przesłanek, na podstawie których Fed podejmuje decyzje. Bernanke podkreślił jednak, że ciągle nie ma w Fed zgody co do wprowadzenia tak daleko idącej zmiany.

Implikacjami wprowadzonych wczoraj zmian powinna być zwiększenie (w oczach inwestorów) istotności ogólnego wskaźnika inflacji (może to również generować oczekiwania co do ruchów Fed po zmianach wywołanych czynnikami podażowymi).

Posiedzenie RPP, 28. listopada

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

Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,6345	2,4750

EUR/USD 1,4680 EUR/JPY 163,40 EUR/PLN 3,6440 USD/PLN 2,4820

Dolar osłabiał się w czasie wczorajszej sesji europejskiej. Pomimo iż początek sesji amerykańskiej przyniósł korektę na dolarze, wzrost obaw o pogorszenie sytuacji na rynku nieruchomości i towarzyszące temu spadki na nowojorskiej giełdzie przeciągnęły kurs dolara powyżej 1,47. Lepsze otwarcie giełd na dalekim wschodzie spowodowało wzrost apetytu na ryzyko („carry”); równocześnie realizacja zysków na EUR/USD przyniosła spadek kursu do poziomu 1,4680. Sentyment na dolarze pozostaje słaby. Dziś dane o rynku pracy, jeśli niższe od oczekiwań mogą przyczynić się do dalszego osłabienia dolara (prawdopodobny staje się ponowny test poziomów oporu 1,4720/50).

Kurs EUR/PLN znajdował się wczoraj pod wpływem zmian na EUR/USD. Wzrost inflacji do 3,0% w październiku wydawał się całkowicie zdyskontowany przez rynek długu. Publikacja nie wpłynęła również na rynek walutowy. Dziś widzimy złotego w wąskim przedziale wokół 3,64. Ewentualne większe ruchy związane będą ze zmianami na EUR/USD.

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Konsolidacja przed próbą przełamania 1,4720/50; poniżej 1,4640 prawdopodobne zlecenia stop-loss.

wsparcie	opór
1,4640	1,4785
1,4610	1,4750
1,4560	1,4720



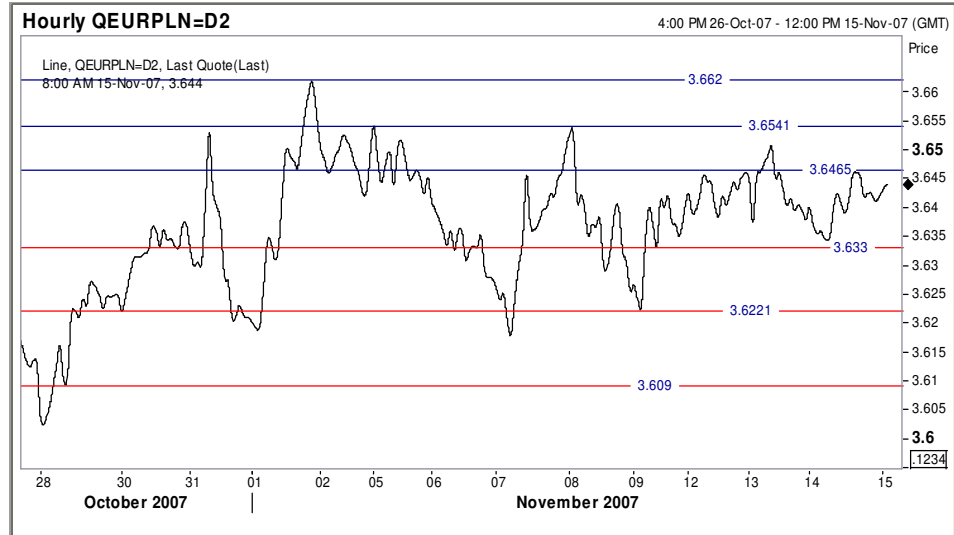
Źródło: Reuter

Krótkoterminowe prognozy, Złoty

EURPLN		
SPOT	3,6409	3,6447
ATM	BID	ASK
1 W	7,25	8,25
1 M	6,65	7,65
2 M	6,00	7,00
3 M	5,90	6,90
6 M	5,55	6,25
1 Y	5,45	6,15
DELTA = 25		
	1 M	1 Y
RR	0,40	0,55
Fly	0,30	0,40

Wobec braku nowych impulsów prawdopodobna dalsza konsolidacja w paśmie 3,62-3,6540.

wsparcie	opór
3,6330	3,6620
3,6220	3,6540
3,6090	3,6465

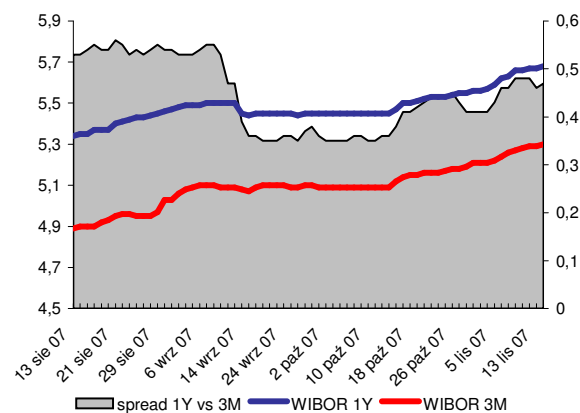
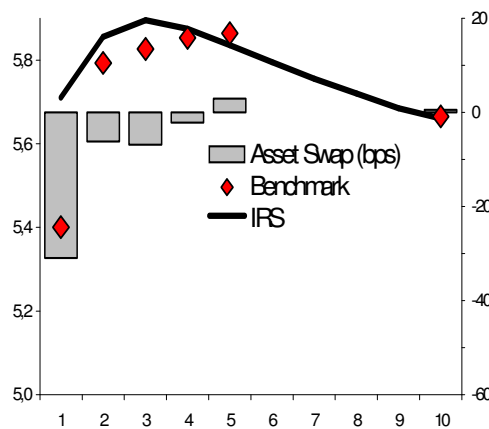


Źródło: Reuters

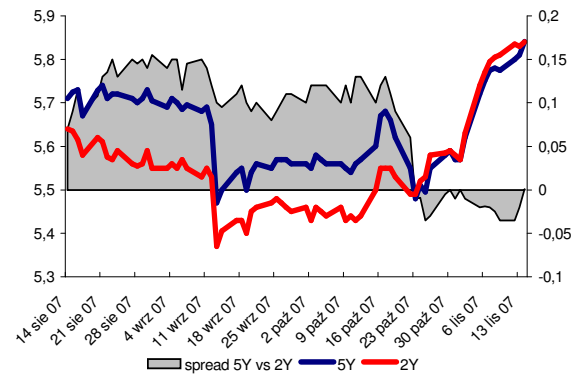
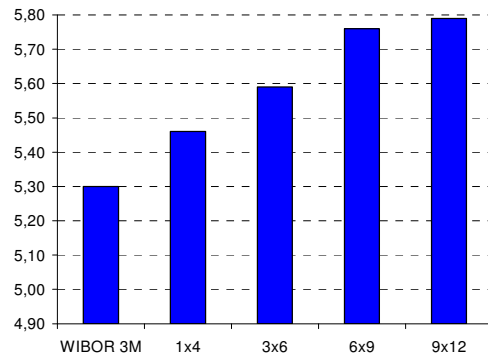
USDPLN		
SPOT	2,4806	2,4829
ATM	BID	ASK
1 W	11,00	12,00
1 M	9,75	10,75
2 M	9,00	10,00
3 M	8,80	9,80
6 M	8,55	9,25
1 Y	8,43	9,13
DELTA = 25		
	1 M	1 Y
RR	0,50	0,55
Fly	0,30	0,35

Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	5,69	5,81
2Y	5,81	5,92
3Y	5,86	5,95
4Y	5,85	5,94
5Y	5,83	5,92
6Y	5,78	5,88
7Y	5,74	5,84
8Y	5,70	5,80
9Y	5,67	5,78
10Y	5,65	5,75



depo	BID	ASK
ON	4,72	4,92
1M	4,85	5,05
3M	5,10	5,30
FRA	BID	ASK
1x2	5,24	5,29
1x4	5,41	5,46
3x6	5,54	5,59
6x9	5,71	5,76
9x12	5,74	5,79



KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
EMU	11:00	Inflacja HICP r/r	październik	-	2,6%	2,1%
EMU	11:00	Inflacja HICP „netto” r/r	październik	-	1,9%	2,0%
USA	14:30	Inflacja CPI m/m	październik	-	0,3%	0,3%
USA	14:30	Nowo zarejestrowani bezrobotni	tydz. do 9.11	-	-	-

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 UPZEDNIEGO 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 POPZEDNIEGO 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 UPZEDNIĄ PISEMNIĄ ZGODĄ AUTORÓW.