



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

STRON: 5

Daily Letter**czwartek, 29 listopada 2007**

Makroekonomia

Rada podwyższyła stopy o 25 bps., w najbliższym czasie należy spodziewać się kolejnych podwyżek

Naszym zdaniem szanse na grudniową podwyżkę stóp to obecnie 50/50. Wyższa inflacja za listopad, wysokie dynamiki płac oraz przyzwoite dane realne mogą zwiększać prawdopodobieństwo podwyżki

Zgodnie z oczekiwaniami RPP podwyższyła stopy procentowe o 25 bps, wydając przy tym dość jastrzębi komunikat. Pomimo iż Rada przyznaje, że tempo wzrostu gosp. może się stopniowo obniżyć, co zresztą zgodne jest z październikową projekcją gremium coraz mocniej podkreśla zagrożenia dla inflacji – narastanie presji płacowej, obejmujący gospodarkę światową wzrost cen żywności, proinflacyjne oddziaływanie polityki fiskalnej. Co bardzo istotne, Rada przyznała, że siła oddziaływania czynników antyinflacyjnych (dobra sytuacja finansowa przedsiębiorstw, wysokie nakłady inwestycyjne) może okazać się niewystarczająca wobec wtórnych efektów podwyższonej inflacji bieżącej, w tym wzrostu oczekiwań inflacyjnych. **O jastrzębim charakterze komunikatu świadczy również usunięcie z tekstu używanych od kilku miesięcy stwierdzeń, jakoby prawdopodobieństwo wzrostu inflacji obniżało się dzięki dokonany już podwyżkom stóp. Co więcej, RPP ocenia prawdopodobieństwo wzrostu inflacji powyżej celu jako dominujące i zapowiada wprost politykę monetarną skierowaną na obniżenie inflacji do poziomu celu.**

W czasie konferencji prof. Sławiński i prof. Wojtyła wymienili następujące czynniki, które zdecydowały o podwyżce stóp: szybki wzrost płac, presja popytowa oraz wpływające na oczekiwania inflacyjne szoki podażowe, w tym wyższe ceny żywności. Zwracali oni przy tym uwagę na trwały charakter podwyższonych cen żywności. Zdaniem Wojtyły ciągle nie ma jednak konieczności agresywnych 50 punktowych podwyżek. Podwyżki takie mogłyby nastąpić tylko na zmiany inflacji o charakterze szokowym.

Trochę zamieszania w czasie wczorajszej konferencji wywołały dość niefortunnie formułowane pytania typu „Czy Rada nie spóźniła się z podwyżkami?”. Na tym etapie jedyną odpowiedzią członków Rady mogły być wymijające stwierdzenia, że gremium ma nadal większy komfort prowadzenia polityki pieniężnej niż ECB i nie dopuściło do ujemnych stóp realnych w przeszłości.

Dzisiejsza poranna wypowiedź prof. Czekaja wskazuje, że RPP nadal niechętna jest przeprowadzeniu podwyżki stóp w grudniu, ze względu na mniejszą ilość danych (to stwierdzenie jest akurat mało precyzyjne – do 19 grudnia zostaną opublikowane dane o inflacji, płacach i zatrudnieniu). Prof. Czekaj zapowiada jednak podwyżki w kolejnych miesiącach.

Naszym zdaniem szanse na grudniową podwyżkę stóp to obecnie 50/50. Wyższa inflacja za listopad, wysokie dynamiki płac oraz przyzwoite dane realne mogą zwiększać prawdopodobieństwo podwyżki. Każde jednak odchylenie danych w dół od konsensusu

będzie dla RPP dogodnym argumentem, aby poczekać z podwyżką do stycznia – pamiętajmy, że miesięczne opóźnienie decyzji nie jest z punktu widzenia RPP tak istotne jak dla uczestników rynku. **Oczekujemy natomiast, że do końca I kw. 2008 w związku z rosnącą inflacją (w I kw. 2008 wskaźnik roczny inflacji może dojść do 4%) Rada może podnosić stopy do poziomu 5,75%.**

Fitch i Moody's sugerują możliwość poprawy ratingów dla Polski

Rating Moody's dla Polski możliwie w górę już w 2008 roku, Fitch do tego czasu może zwiększyć jedynie perspektywę.

Agencja Moody's może podwyższyć rating dla Polski, jeśli nastąpi poprawa sytuacji w polityce fiskalnej – konieczna jest jednak trwałość w ograniczaniu deficytu i długu publicznego. Szczegółowa ocena polityki gospodarczej i fiskalnej będzie przeprowadzana do połowy 2008 roku. Do tego czasu nie dojdzie jednak do większych zmian w zakresie deficytu, można tylko oczekiwać niewielkich ruchów w zakresie kompozycji wydatków. Spore znaczenie będą mieć natomiast sukcesy rządu w realizacji okrojonego budżetu (redukcja deficytu ma sięgnąć maksymalnie 1,5 mld zł). Już samo wytrwanie w postanowieniu ograniczania wydatków może zostać pozytywnie odczytane przez agencję. W podobnym kontekście możliwość podniesienia ratingu zapowiedział także Fitch. W tym przypadku najpierw może dojść do zmiany perspektywy a dopiero w okresie 2-3 lat do zmiany ratingu. **W przypadku Fitch stosunkowo duży nacisk położono na przyspieszenie prywatyzacji (będącej zdaniem rządu środkiem na ograniczenie długu publicznego), która znajduje się w programie nowego gabinetu.**

„Beżowa Księga” wskazuje na słabszy wzrost PKB

Gospodarka amerykańska powoli zwalnia (głównie przez skutki kryzysu na rynku nieruchomości) co połączone jest z powolnym spadkiem miar bazowych inflacji.

Raport opublikowany wczoraj przez Fed (ankieta obejmowała okres do 16. listopada) wskazuje, że gospodarka amerykańska w dalszym ciągu się rozwija, lecz w mniejszym tempie niż w poprzednich kwartałach. **Podstawowym hamulcem pozostaje sektor nieruchomości i nie wydaje się, aby istniejące na nim problemy mogły być rozwiązane wcześniej niż do końca 2008 roku** – ceny w dalszym ciągu spadają, konsumenci nie spełniają restrykcyjnych standardów kredytowych i nie są w stanie kupować (pomimo pozornie atrakcyjnego obniżenia cen), co z kolei powoduje duże nadwyżki podaży na rynku istniejących domów i ogranicza aktywność przedsiębiorstw budowlanych. **Efekty majątkowe zaczynają być widoczne i wzrost wydatków konsumentów już nie jest tak duży jak dotychczas; również perspektywy wydatków w nadchodzącym sezonie świątecznym wydają się mniej optymistyczne niż zwykle.** Wszystkie te czynniki powodują, że dynamika kredytów obniża się, a banki spodziewają się kontynuacji ograniczenia akcji kredytowej.

Szala ryzyk przesunęła się z uwagi na zmniejszenie zagrożenia inflacją – obniżka o 25 pb. w grudniu wydaje się prawdopodobna a nastawienie Fed potwierdza wypowiedź D. Kohna.

Pomimo słabszych wydatków konsumpcyjnych oraz słabego sektora nieruchomości, sytuacja w przetwórstwie przemysłowym jest względnie dobra, szczególnie korzystne jest oddziaływanie słabego dolara na zamówienia eksportowe. **Mimo spodziewanego zwiększenia popytu zewnętrznego przedsiębiorstwa nie próbują zwiększać mocy wytwórczych – ostatnie zamówienia na dobra trwałe znajdują się wciąż w trendzie bocznym, bez wyznaczonego kierunku. Prawdopodobnie w związku z obniżeniem popytu wewnętrznego i wzrostem zewnętrznego przedsiębiorcy spodziewają się wyłącznie przesunięcia struktury geograficznej zamówień, a nie ich samego wolumenu.**

Inflacja mierzona w ujęciu bazowym pozostaje pod kontrolą, a nawet lekko spada. Fakt ten jest spójny ze względnie wysoką inflacją mierzoną z pełnego koszyka - w obliczu zmniejszającego się popytu, przedsiębiorstwa utraciły możliwość podnoszenia cen i z powodu rosnących kosztów muszą zrezygnować z części zysku. Tym samym rosnące ceny energii nie są tak niebezpieczne jak sądzono.

W kontekście polityki pieniężnej sama „Beżowa Księga” nie zmieniła w znaczącym stopniu

obrazu części realnej amerykańskiej gospodarki. Pozytywnie można natomiast odczytać fragment dotyczący cen. W obliczu coraz bardziej potwierdzającego się spowolnienia gospodarki Fed prawdopodobnie może obniżyć stopy o kolejne 25 pb. 11 grudnia. **Wydaje się, że wnioski z raportu wystarczająco przechyliły szalę ryzyk, które przestały być zbilansowane z uwagi na obniżenie dynamiki miar bazowych inflacji. W tym kontekście wypowiedź D. Kohna można traktować już jako wyraźną zapowiedź nastawienia Fed. Dziś publikacja ostatecznego szacunku PKB za III kwartał (spodziewana rewizja w górę) a jutro poznamy inflację PCE (bazowa na poziomie 1,8% r/r).**

Posiedzenie RPP, 19. grudnia

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (według krzywej OIS)
Podwyżka o 25 bps	30%
Stopy bez zmian	70%
Obniżka o 25 bps	0%

Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,6912	2,4876

EUR/USD 1,4815 EUR/JPY 163,00 EUR/PLN 3,6390900 USD/PLN 2,4565

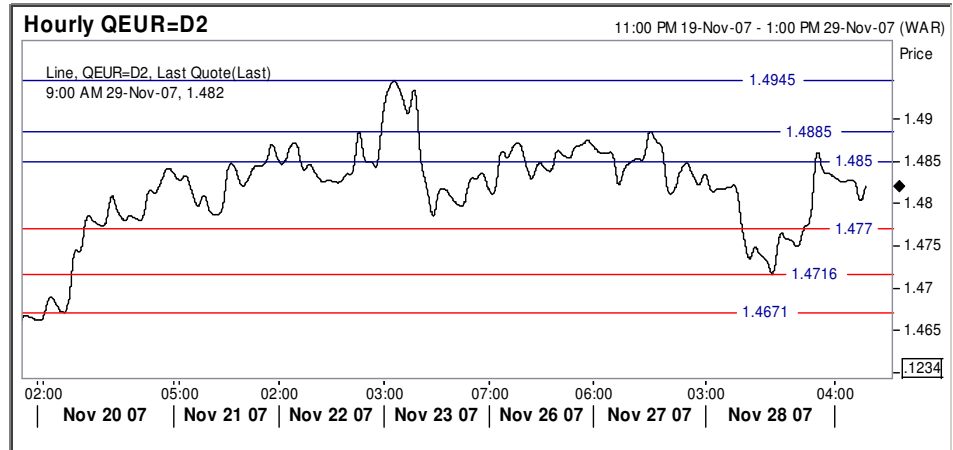
Po wypowiedzi Donalda Kohna z FEDu o elastycznym podejściu gremium do kwestii obniżek stóp procentowych giełdy zanotowały silne wzrosty, kurs EUR/USD silnie niżkował (do poziomu 1,4720). Sesja dalekowschodnia przyniosła uspokojenie sytuacji na EUR/USD. Dolar wzmocnił się natomiast wobec jena osiągając poziom 110,07. Na dolarze oczekujemy stabilizacji lub wzmocnienia w odpowiedzi na nowe szacunki PKB za III kw. (możliwe podbicie szacunków do 4,8 z 3,9% r/r).

Likwidacja długich pozycji w euro (stoplosy po przełamaniu 3,6630/3,6550) zadecydowała o szybkim tempie umocnienia złotego (EUR/PLN niżkował do poziomu 3,6430).. w mniejszym stopniu zyskały pozostałe waluty CE4. Przyczyniły się do tego deklaracje Fitcha i Moodysa odnośnie podwyższenia ratingu Polski (w przyszłości) oraz poprawa apetytu na ryzyko – patrz silne wzrosty na światowych giełdach. Nie bez znaczenia była również podwyżka stóp procentowych przez RPP. Dziś to czynniki globalne i sytuacja na giełdach powinny sterować kursem złotego.

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Odbicie od poziomu wsparcia 1,4715 oraz ponowny wzrost powyżej 1,4800 negują perspektywę dalszego umocnienia dolara w krótkim terminie. Prawdopodobna konsolidacja w paśmie 1,4770-1,4850.. ewent. przełamanie 1,4885 oznacza powrót do trendu wzrostowego euro.

wsparcie	opór
1,4770	1,4945
1,4715	1,4885
1,4670	1,4850



Źródło: Reuter

Krótkoterminowe prognozy, Złoty

EURPLN		
SPOT	3,6711	3,6750
ATM	BID	ASK
1 W	8,00	9,00
1 M	6,75	7,75
2 M	6,30	7,30
3 M	6,00	7,00
6 M	5,60	6,30
1 Y	5,50	6,20
DELTA=25		
	1 M	1 Y
RR	0,50	0,65
Fly	0,30	0,40

Zlecenia s/l zdecydowały o szybkim umocnieniu złotego; techniczna korekta powinna być ograniczona poziomami oporu 3,6500/50. Po okresie konsolidacji możliwa kontynuacja trendu (tj. test wsparcia 3,6330/3,6220).

wsparcie	opór
3,6390	3,6770
3,6330	3,6630
3,6220	3,6550

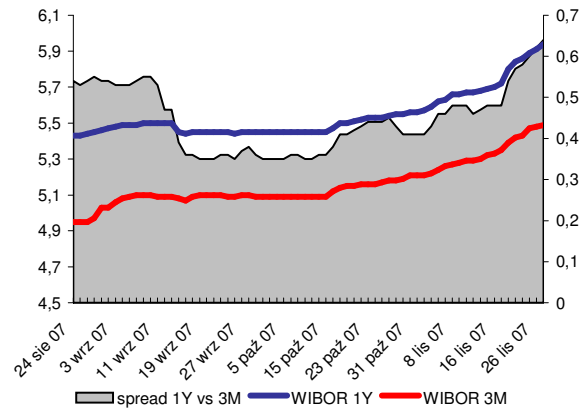
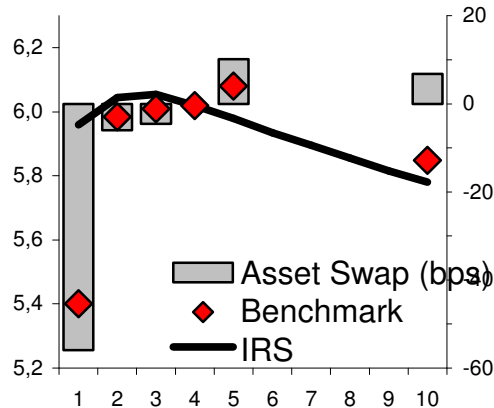
USDPLN		
SPOT	2,4807	2,4827
ATM	BID	ASK
1 W	12,00	13,00
1 M	10,75	11,75
2 M	10,20	11,20
3 M	10,00	11,00
6 M	9,45	10,15
1 Y	9,15	9,85
DELTA = 25		
	1 M	1 Y
RR	0,60	0,75
Fly	0,30	0,35



Źródło: Reuters

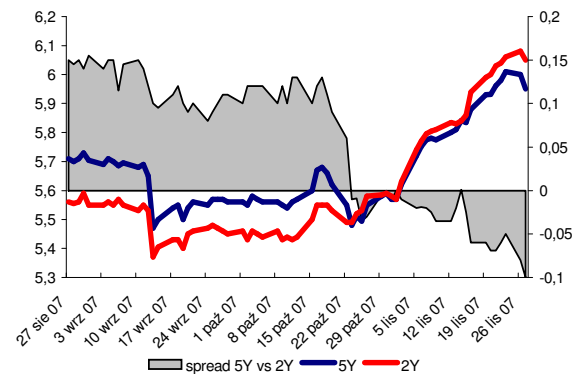
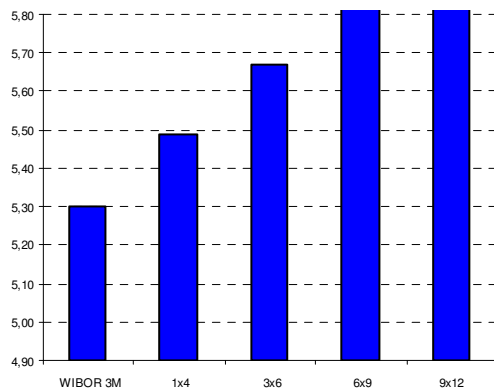
Rynek stopy procentowej, Złoty

IFS	BID	ASK
1Y	5,93	6,03
2Y	6,01	6,11
3Y	6,01	6,11
4Y	5,97	6,07
5Y	5,93	6,03
6Y	5,88	5,98
7Y	5,82	5,92
8Y	5,77	5,87
9Y	5,73	5,83
10Y	5,69	5,79



depo	BID	ASK
ON	5,70	6,00
1M	5,04	5,24
3M	5,43	5,53

FRA	BID	ASK
1x2	5,38	5,45
1x4	5,63	5,68
3x6	5,79	5,84
6x9	5,98	6,03
9x12	6,01	6,06



KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
USA	14:30	PKB r/r (kolejny szacunek)	III kw.	-	4,8%	3,9%
USA	16:00	New Home Sales	październik	-	750 tys.	770 tys.

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 MIĘDZYPANKOWEGO 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 SĄ, JEGO ZARZĄDU, PRACOWNIKÓW, WSPÓŁPRACOWNIKÓW, KOOPERANTÓW, AGENTÓW Z TYTUŁU PODJĘCIA PRZEZ JAKAKOLWIEK OSOBĘ DZIAŁAŃ LUB ZANIECHAŃ W ZWIĄZKU Z NINIEJSZYM OPRACOWANIEM JEST WYŁĄCZONA. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPZEDNIAJĄ PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.