



BRE BANK SA

NAJLEPSZA INSTYTUCJA FINANSOWA
DLA WYMAGAJĄCYCH KLIENTÓW



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

Daily Letter

STRON: 5

piątek, 7 grudnia 2007

Makroekonomia

Wojtyna, Filar i Skrzypek o polityce monetarnej

Wojtyna: „W RPP nastąpiło przesunięcie w kierunku bardziej prawdopodobnych podwyżek”.

Najnowsze wypowiedzi członków RPP sugerują, że cykl podwyżek stóp procentowych będzie kontynuowany.

Komentując „nastroje” w RPP prof. Wojtyna zaznaczył, że **w porównaniu do jego oceny z przed miesiąca nastąpiło przesunięcie w kierunku bardziej prawdopodobnych podwyżek**. Wojtyna podkreślił także, że pomimo nadal korzystnej struktury PKB tempo wzrostu produktu przekracza tempo wzrostu potencjału i nie oczekuje szybkiego odwrócenia tej tendencji. Oprócz możliwości wystąpienia presji popytowej w przyszłości zwrócił on uwagę także na bieżące wzrosty cen powodowane wyższymi cenami żywności, które jego zdaniem będą miały trwałe wpływy na podwyższenie wskaźnika inflacji, a co za tym idzie mogą skutkować efektami drugiej rundy. Taki scenariusz jest prawdopodobny zważywszy na obecną fazę ożywienia gospodarczego.

Wojtyna przyznał, że ostatnie wzrosty inflacji były dla Rady znacznym zaskoczeniem. Oczekuje, że inflacja wzrośnie powyżej górnej granicy celu inflacyjnego w I kw, później zaś zacznie spadać. Nie zgadzamy się z tą opinią, gdyż w II kwartale zaczną pojawiać się zjawiska, których wpływ do tej pory pozostawał bardzo umiarkowany – w szczególności głównie efekty drugiej rundy stwarzające presję na wskaźniki bazowe (biorąc pod uwagę duży wzrost inflacji na początku roku i psychologiczne oddziaływanie inflacji powyżej 4%, na początku roku możliwe jest wystąpienie dość ostrych negocjacji płacowych, co sprawi, że wynagrodzenia mogą przyspieszyć jeszcze bardziej).

Wojtyna przestrzega aby „nie robić z tradycji dogmatu”.

Członek RPP podkreślił jednak, że nadal nie ma powodów do nerwowych ruchów ze strony RPP i nie ma poczucia, że Rada spóźniła się z podwyżkami co sprawia, że w dalszym ciągu z punktu widzenia „zachowań długookresowych” podwyżki stopniowe są lepszym rozwiązaniem niż bardziej zdecydowane (50-punktowe) posunięcia. W kontekście grudniowej decyzji Wojtyna zaznaczył, aby nie „robić z tradycji dogmatu”. Prawdopodobnie odnosząc się do decyzji październikowej, na którą duży wpływ miała obawa RPP o nadmierne wzmocnienie złotego Wojtyna podkreślił, że opieranie polityki monetarnej na aprecjacji złotego (mocny złoty ma wpływ antyinflacyjny) byłoby „nieroztropne”.

Komentarz prof. Wojtyny, można odczytać również jako wzrost gotowości do podwyższenia stóp już w grudniu

Prof. Filar z RPP przypomniał, że wobec braku możliwości wpływania RPP na headline inflation (ta rośnie za sprawą głównie szoków podaźowych) polityka monetarna powinna stabilizować inflację netto. Zwróćmy uwagę, że wskaźniki inflacji bazowej (co prawda zakłócanie przez efekty jednorazowe) rosną systematycznie od wielu miesięcy. Według naszych szacunków inflacja bazowa może wzrosnąć z obecnych 1,4% r/r w okolice 3% do III kw. 2008.

W dzisiejszej prasie ukazał się również wywiad z prezesem NBP S. Skrzypkim. Jego zdaniem jeszcze za wcześnie na inflacyjny alarm. Obecne wzrosty płac nie są jeszcze powodem wzrostu cen, mogą jednak taki wzrost implikować w przyszłości. Skrzypek zaznaczył, że część badań wskazuje na fakt, że presja cenowa związana z wyższymi cenami żywności słabnie.

Powyższe wypowiedzi potwierdzają, że cykl podwyżek stóp będzie kontynuowany. Najobszerniejszy z komentarzy, czyli komentarz prof. Wojtyny, można odczytać również jako wzrost gotowości do podwyższenia stóp już w grudniu – być może część członków Rady dostrzegła kuriozalność przedkładania tradycji nad czynniki fundamentalne. Naszym zdaniem to jednak nadchodzące dane, zwłaszcza dane o płacach będą tu decydujące. Jeżeli nasze prognozy wzrostu płac (11,3% r/r) się potwierdzą RPP będzie miała silny argument, aby przełamać dotychczasową tradycję.

Wczorajsze decyzje banków centralnych

EBC pozostawił na wczorajszym posiedzeniu stopy procentowe bez zmian na poziomie 4,0%, natomiast Bank Anglii zdecydował się na obniżkę oprocentowania do 5,50%, wbrew oczekiwaniom rynku.

*Stopa procentowa EBC
wciąż na poziomie 4,0%*

Projekcja inflacji EBC wskazuje, że będzie ona pozostawać w 2008 roku w przedziale 2-3%, natomiast wzrost PKB uplasuje się na poziomie 1,5-2,5%. Perspektywy dla wzrostu gospodarczego są w dalszym ciągu określane jako solidne, natomiast wybrzuszenie ścieżki inflacji uznane zostało za wyższe i potencjalnie bardziej trwałe niż oczekiwano. EBC w dalszym ciągu nie widzi zagrożeń dla wzrostu gospodarczego (choć w szacunkach PKB tkwi duża niepewność), co pozwala utrzymywać stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Na pierwszy plan wysuwają się zagrożenia stabilności cen związane z oczekiwaniami inflacyjnymi, które mogą być przyczyną efektów drugiej rundy. **Prognoza inflacji plasuje ścieżkę wzrostu cen powyżej celu banku i wydaje się, że tylko obawy przed rozwojem sytuacji na rynkach finansowych skłoniły EBC do kontynuowania postawy *wait-and-see* i reagowania w tempie napływających danych i sygnałów o kondycji sfery realnej gospodarki.**

*Stopa procentowa
Banku Anglii obniżona
do 5,5%,
prawdopodobna
kontynuacja
poluzowania polityki
monetarnej*

Bank Anglii zdecydował się na cięcie stóp w obawie przed dalszym rozprzestrzenianiem kryzysu finansowego na sferę realną, powodowanym przez zmniejszającą się w szybkim tempie aktywność sektora nieruchomości. Gospodarki Anglii i Stanów Zjednoczonych są ze sobą historycznie dość ściśle powiązane (dotyczy to także rynków finansowych oraz pewnych rozwiązań instytucjonalnych), co pozwala sądzić, że obniżka jest po części odzwierciedleniem polityki prowadzonej przez Fed. Decyzję o poluzowaniu polityki pieniężnej wsparły także korzystniejsze perspektywy dla rozwoju inflacji. Lepsza ocena była możliwa z uwagi na potencjalne obniżenie popytu konsumpcyjnego (będące rezultatem bardziej restrykcyjnych standardów kredytowych), które sprawia, że w średnim okresie inflacja powinna powrócić do celu. **Należy się liczyć z dalszymi, stopniowymi obniżkami oprocentowania, których skala może sięgnąć 50 pb. do połowy roku 2008. Możemy mieć jednak do czynienia z bardziej agresywnymi obniżkami stóp, jeśli dojdzie do głębszego od oczekiwań spowolnienia sfery realnej gospodarki.**

Posiedzenie RPP, 19. grudnia

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (według krzywej OIS)
Podwyżka o 25 bps	25%
Stopy bez zmian	75%
Obniżka o 25 bps	0%

Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,5818	2,4585

EUR/USD 1,4610 EUR/JPY 162,55 EUR/PLN 3,5830 USD/PLN 2,4540

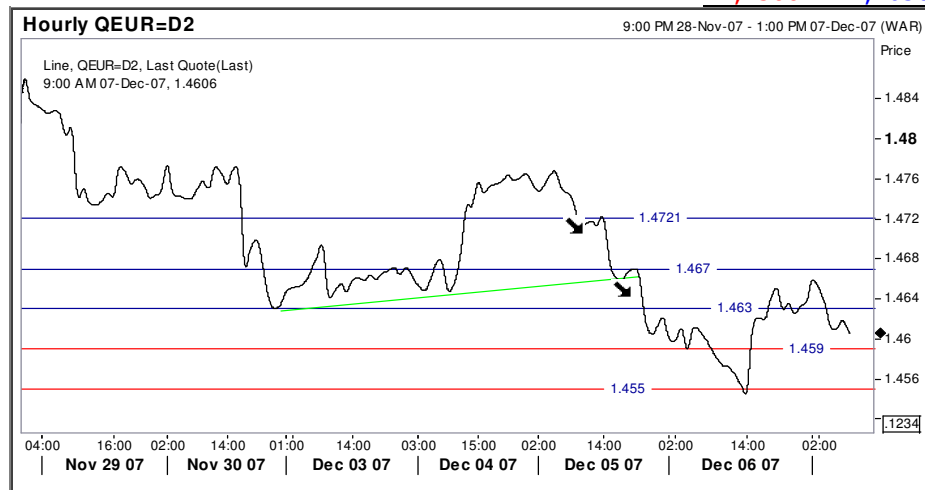
Euro zyskało wobec dolara (kurs utrzymał się powyżej poziomu 1,46) po wypowiedziach prezesa ECB Tricheta sygnalizującego możliwość wzrostu inflacji w strefie euro, a więc mniejszej woli obniżek stóp. Wzrost wartości euro został jednak skorygowany w czasie sesji dalekowschodniej. Dziś rynek oczekuje na dane o rynku pracy i potwierdzenie silnych wzrostów zatrudnienia sygnalizowanych przez ankiety ADP. W przypadku dobrych danych o zatrudnieniu dolar może wzmocnić się nawet w okolice 1,45 wobec euro.

Złoty stabilny wokół poziomu 3,580 wobec euro. Następuję konsolidacja po ostatnim wzmocnieniu. W ocenie inwestorów wydają się dominować czynniki sprzyjające złotemu. Do końca roku oczekujemy więc dalszej aprecjacji polskiej waluty. Kolejne istotne poziomy 3,55 i 3,50. Nie oczekujemy jednak, aby ten ostatni poziom został złamany do końca roku.

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Konsolidacja przed publikacją figur z USA; ewent. przełamanie wsparcia 1,4550 otwiera drogę na 1,4450/1,4400 (cel korekty). Powyżej 1,4670 możliwe zlecenia s/l.

wsparcie	opór
1,4590	1,4720
1,4550	1,4670
1,4500	1,4630



Źródło: Reuter

Krótkoterminowe prognozy, Złoty

EUR/PLN		
SPOT	BID	ASK
3,5831		3,5854
1 W	7,50	8,50
1 M	6,40	7,40
2 M	6,35	7,35
3 M	6,20	7,20
6 M	5,75	6,45

Konsolidacja w paśmie 3,5750-3,5950 (w drugiej połowie dnia)

wsparcie	opór
----------	------

USDPLN		
SPOT	2,4496	2,4511
ATM	BID	ASK
1 W	12,00	13,00
1 M	11,00	12,00
2 M	10,00	11,00
3 M	9,65	10,65
6 M	9,25	9,95
1 Y	9,00	9,70
DELTA = 25		
	1 M	1 Y
RR	0,60	0,75
Fly	0,30	0,35

możliwa realizacja zysków oraz test oporu 3,6000/25).

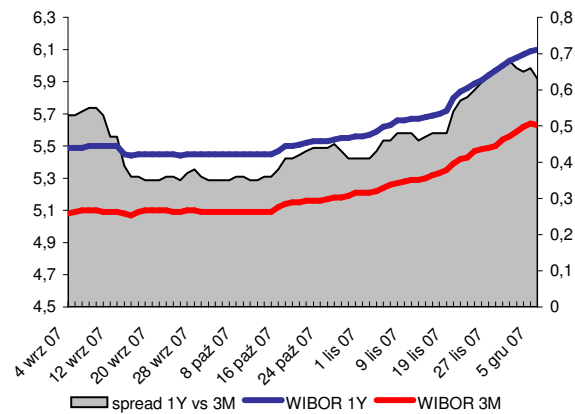
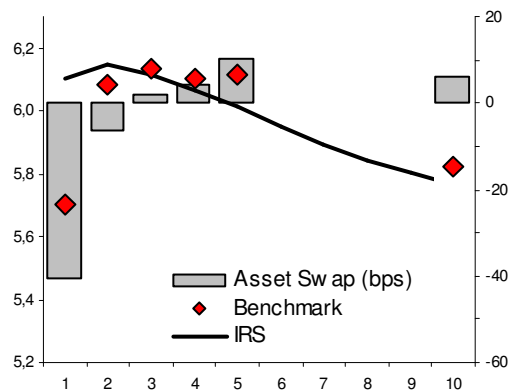
3,5800	3,6025
3,5750	3,5950
3,5650	3,5880



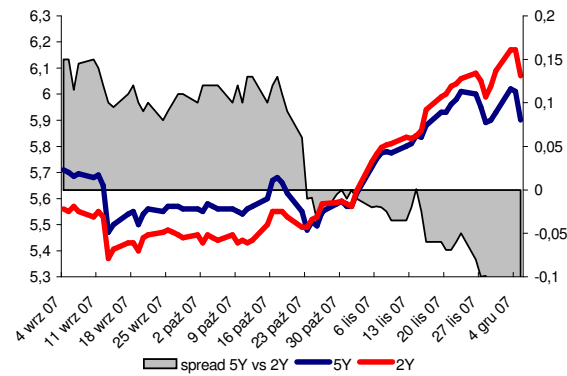
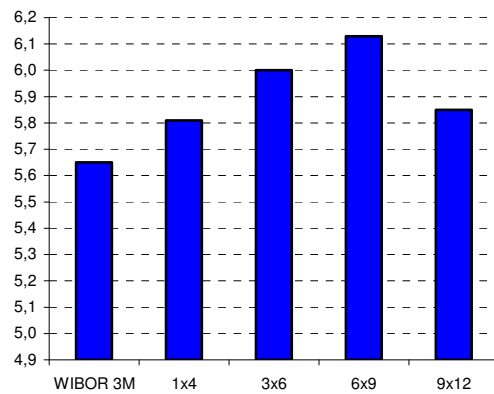
Źródło: Reuters

Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	6,05	6,13
2Y	6,04	6,14
3Y	5,98	6,09
4Y	5,93	6,04
5Y	5,88	5,98
6Y	5,83	5,91
7Y	5,78	5,87
8Y	5,72	5,81
9Y	5,68	5,77
10Y	5,65	5,74



depo	BID	ASK
ON	4,00	4,50
1M	5,30	5,60
3M	5,43	5,63
FRA	BID	ASK
1x2	5,51	5,58
1x4	5,74	5,78
3x6	5,97	6,01
6x9	6,07	6,11
9x12	6,07	6,11



KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
USA	14:30	Nowe miejsca pracy poza rolnictwem	listopad	-	84 tyś.	166 tyś.
USA	14:30	Stopa bezrobocia	listopad	-	4,8%	4,7%
USA	16:00	Michigan Index	grudzień	-	75,8 pkt.	76,1 pkt.

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 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.