



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****piątek, 14 grudnia 2007**

STRON: 5

## Makroekonomia

### Inflacja powyżej górnej granicy celu NBP

*Inflacja CPI zbliży się naszym zdaniem w grudniu do 4%. W 2008 roku wskaźnik ten będzie dalej rósł, a ryzyko efektów drugiej rundy stanie się bardzo realne.*

**Wzrost rocznego wskaźnika inflacji w listopadzie do 3,6% wobec 3,0% zanotowanych w październiku to przede wszystkim efekt (umiarkowany, jeśli porównamy go z choćby Czechami) wyższych cen żywności (1,5% m/m). W pozostałych kategoriach potwierdziły się tendencje z poprzednich miesięcy – znaczące wzrosty zanotowano w kategorii paliwa, mieszkanie, restauracje i hotele. Od kilku miesięcy nie spadają ceny odzieży i obuwia.** Dokładniejsza analiza wskaźnika nie jest możliwa, gdyż GUS tym razem nie dodał szczegółowego komentarza do tabeli - w komentarzu tym zazwyczaj znajdowały się wskazówki odnośnie kształtowania się cen usług oraz poszczególnych składowych koszyka żywności.

**Szacujemy, że inflacja netto wzrosła w listopadzie do 1,5% wobec 1,4% zanotowanych w październiku.** Prognozujemy, że w grudniu nastąpi dalszy wzrost inflacji netto (istnieje ryzyko, że tym razem gorączka świątecznych zakupów odbije się na cenach kategorii, które do tej pory taniały). Inflacja CPI zbliży się naszym zdaniem w grudniu do 4%. W 2008 roku wskaźnik ten będzie dalej rósł, a ryzyko efektów drugiej rundy stanie się bardzo realne.

W tej sytuacji podtrzymujemy naszą ocenę przyszłej polityki monetarnej – stopy procentowe wzrosną powyżej 6% do końca 2008 roku. Do najbliższej podwyżki – wbrew tradycji może dojść już w grudniu.

### Minutes z listopadowego posiedzenia Rady

*Do dotychczasowych argumentów za podwyżkami doszedł wysoki bieżący poziom inflacji oraz możliwość utrwalenia oczekiwań inflacyjnych.*

Ze względu na nagromadzenie w zapisie dyskusji powtarzających się argumentów za i przeciw podwyżkom, poniżej koncentrujemy uwagę jedynie na nowych zagadnieniach. W listopadzie istotnym punktem dyskusji była przydatność wskaźnika netto. Wydaje się, że niska inflacja netto to nadal dla części członków Rady koronny argument przeciw podwyżkom stóp. Inni członkowi argumentowali, że wzrost cen żywności i paliw (nieujęty we wskaźniku netto) mocno wpływa na percepcję gospodarstw domowych i może zwiększać presję na wzrost płac. Nie istnieje jednak nadal zgodność co do trwałości wyższych cen żywności. Rada podkreśliła, że dobre wykonanie budżetu za 2007 roku stwarza ryzyko znacznego skumulowania wydatków publicznych na początku 2008 roku (przeniesienie części wydatków). Wydaje się, że do dotychczasowych przesłanek decydujących o podwyżkach (RPP od kilku kwartałów stara się implementować „ścieżkę” zacieśnienia monetarnego argumentując to wzrostem napięć na rynku pracy, wysokim popytem wewnętrznym i silnym impulsem fiskalnym w 2008 roku) doszedł wzrost bieżącego wskaźnika inflacji i groźba utrwalenia wysokich oczekiwań inflacyjnych. Czynniki te, naszym zdaniem, stały się od ostatniego posiedzenia Rady jeszcze bardziej istotne.

## Sprzedaż detaliczna w USA najwyższa od maja, PPI najwyższe od 34 lat

*Wysokie cen paliw mogły również znacznie przyspieszyć publikowany dziś wskaźnik inflacji CPI, co może bardzo niekorzystnie wpłynąć na oczekiwania inflacyjne i poważnie oddziaływać na politykę pieniężną Fed.*

**Dane o sprzedaży detalicznej w USA w listopadzie zaskoczyły nawet najbardziej optymistycznych analityków przyrastając o 1,2% w ujęciu miesięcznym** (najwyższe miesięczne tempo wzrostu od maja br.). Po wyłączeniu wolatylnej sprzedaży samochodów przyrost był jeszcze większy – 1,8%. Oznacza to, że skala obniżenia konsumpcji prywatnej w IV kwartale może być mniejsza niż do tej pory oczekiwano. Co więcej, skala zakupów dokonywanych przed świętami kształtuje się również bardziej optymistycznie niż wskazywały na to ankiety zaufania konsumentów (może to sugerować znacznie mniejsze negatywne oddziaływanie efektu majątkowego).

**Z drugiej strony w listopadzie odnotowano bardzo duży wzrost cen producentów – słaby dolar oraz wysokie ceny paliw spowodowały ich miesięczny przyrost równy 3,2%, najwyższy od sierpnia 1973 roku.** W obliczu wysokiego popytu konsumpcyjnego, który utrzyma się prawdopodobnie w okresie przedświątecznym, nie dojdzie prawdopodobnie do znacznego przełożenia cen producentów na inflację CPI z uwagi na utrzymanie korzystnych poziomów marży. Niemniej jednak warto zwrócić uwagę, że wysokie cen paliw mogły również znacznie przyspieszyć publikowany dziś wskaźnik inflacji CPI, co może bardzo niekorzystnie wpłynąć na oczekiwania inflacyjne i poważnie oddziaływać na politykę pieniężną Fed.

## Dziś dane o podaży pieniądza

Dziś o godzinie 14:00 NBP opublikuje dane o podaży pieniądza M3 w listopadzie. Oczekujemy, że podaż pieniądza wzrosła o 12,5% r/r (konsensus rynkowy 13,5% r/r, w poprzednim miesiącu 13,6% r/r) i 0,5% m/m. Spadek dynamiki podaży pieniądza wynika m.in. z niższego tempa wzrostu depozytów przedsiębiorstw oraz efektu wysokiej bazy z końca ubiegłego roku. Z punktu widzenia polityki pieniężnej pewne znaczenie ma utrzymująca się na wysokim poziomie (ok. 40% r/r) dynamika kredytów dla gospodarstw domowych.

## Posiedzenie RPP, 19. grudnia

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (według krzywej OIS)
Podwyżka o 25 bps	50%
Stopy bez zmian	50%
Obniżka o 25 bps	0%

## Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,5820	2,4373

EUR/USD 1,4625 EUR/JPY 164,55 EUR/PLN 3,60 USD/PLN 2,4615

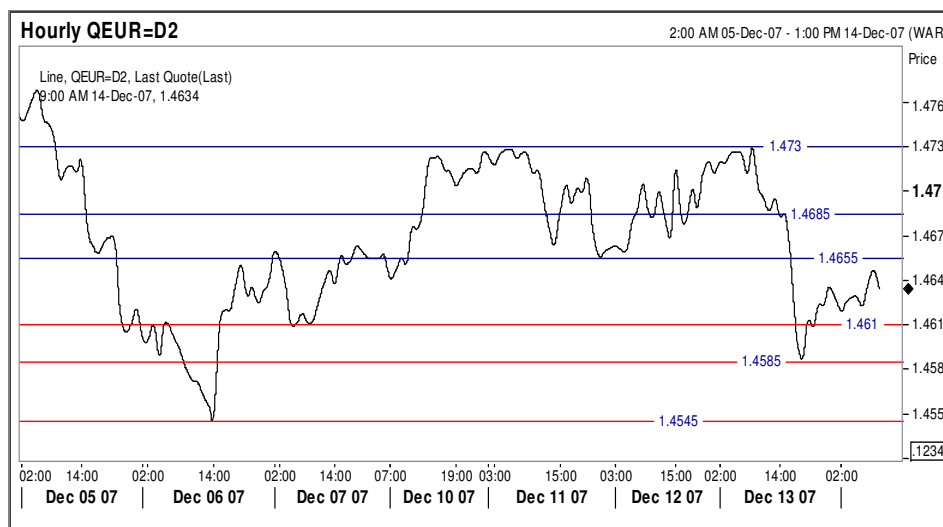
Na początku sesji amerykańskiej nastąpił mocny wzrost wartości dolara wobec koszyka walut w odpowiedzi na dobre dane o sprzedaży detalicznej i spekulacjach o mniejszej skali obniżek stóp procentowych. Dolar testował poziom 1,458 wobec euro. Dalsza część sesji przebiegała pod znakiem słabnącego dolara, który dziś rano powrócił niemal do poziomów sprzed publikacji danych, czyli 1,465 wobec euro.

Pomimo wyższej niż oczekiwano danej o inflacji złoty mocno zareagował na dane amerykańskie tracąc na wartości wobec euro. Poziom oporu 3,6045 nie został jednak złamany. Końcówka roku to tradycyjnie nienajlepszy okres dla złotego, stąd próby przebicia 3,6045/6150 mogą się powtarzać.

## Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Udane polowanie na s/l pozwoliło dolarowi umocnić się do poziomu 1,4585; obecne odbicie EUR/USD celuje w poziom oporu 1,4640/55.. niepowodzenie oznacza kolejną próbę przełamania 1,4585 (ewent. 1,4545) w krótkim terminie.

wsparcie	opór
1,4610	1,4730
1,4585	1,4685
1,4545	1,4655



Źródło: Reuter

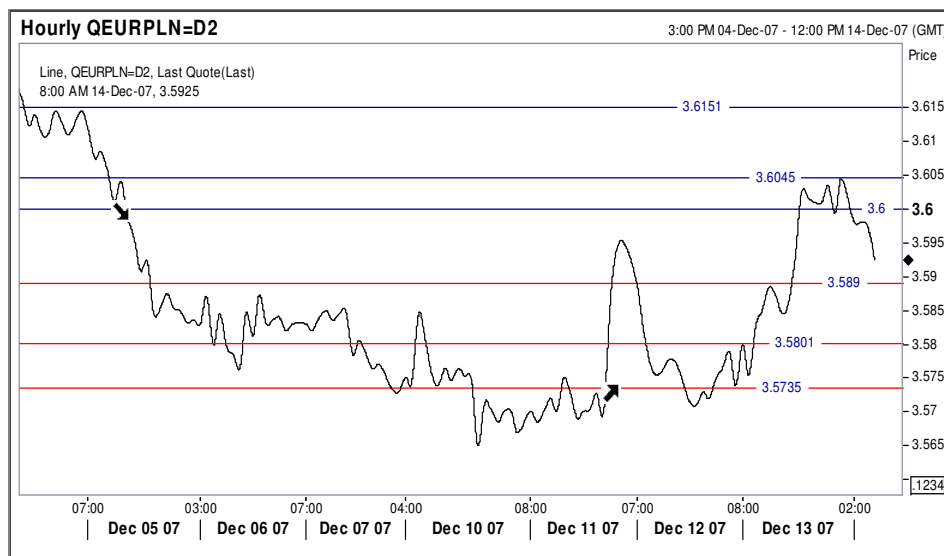
## Krótkoterminowe prognozy, Złoty

	EUR/PLN	
SPOT	3,5866	3,6005
ATM	BID	ASK
1 W	6,90	7,90

Przełamanie poz. oporu 3,5800/3,5885 uruchomiło zlecenia s/l; dalsza realizacja zysków na długich pozycjach PLN powinna być ograniczona (3,6045/3,6150). Powyżej 3,6150 możliwe kolejne zlecenia s/l.

wsparcie	opór
3,5890	3,6150
3,5800	3,6045
3,5735	3,6000

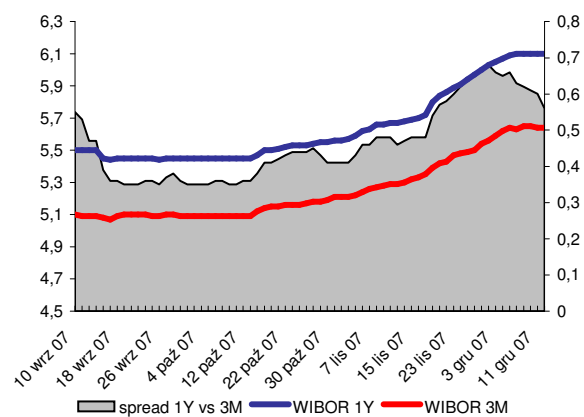
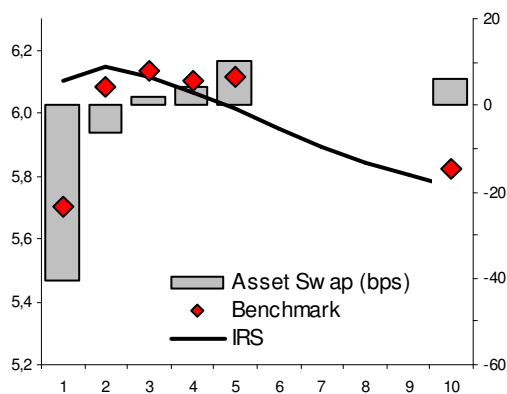
USDPLN		
SPOT	2,4560	2,4575
ATM	BID	ASK
1 W	11,50	12,50
1 M	11,00	12,00
2 M	10,50	11,50
3 M	9,80	10,80
6 M	9,25	9,95
1 Y	9,05	9,75
DELTA = 25		
	1 M	1 Y
RR	0,70	0,75
Fly	0,30	0,35



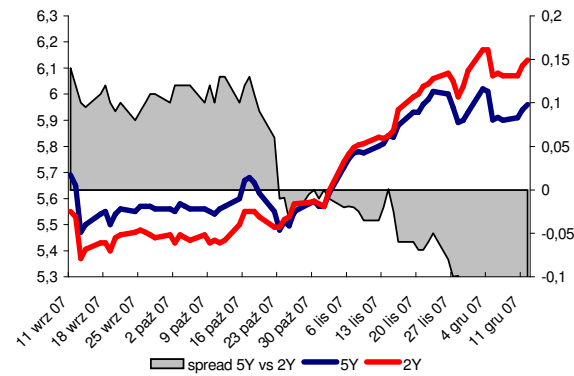
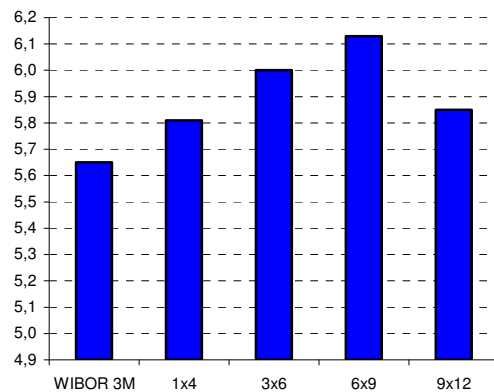
Źródło: Reuters

## Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	6,12	6,22
2Y	6,14	6,24
3Y	6,07	6,18
4Y	6,01	6,12
5Y	5,97	6,06
6Y	5,91	6,01
7Y	5,86	5,96
8Y	5,81	5,92
9Y	5,77	5,88
10Y	5,74	5,85



depo	BID	ASK
ON	3,85	4,15
1M	5,40	5,60
3M	5,50	5,70
FRA	BID	ASK
1x2	5,63	5,70
1x4	5,83	5,88
3x6	6,08	6,12
6x9	6,18	6,22
9x12	6,16	6,20



KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
EMU	11:00	HICP <i>final</i>	listopad	-	3,0%	3,0% (FL)
POL	14:00	Podaż pieniądza M3 r/r	listopad	<b>12,5%</b>	13,5%	13,6%
USA	14:30	Inflacja CPI	listopad	-	0,6%	0,3%
USA	14:30	Produkcja przemysłowa	listopad	-	0,1%	-0,5%
USA	14:30	Wykorzystanie mocy wytwórczych	listopad	-	81,6%	81,7%

### 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 ŻATEM 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.