



BRE BANK SA

NAJLEPSZA INSTYTUCJA FINANSOWA  
DLA WYMAGAJĄCYCH KLIENTÓW



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, 20 grudnia 2007**

STRON: 5

## Makroekonomia

### RPP pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie

*Zasadniczym powodem decyzji była „tradycja” oraz przywiązanie Rady do działania w cyklu podwyżka – pauza – podwyżka. Tak jak się jednak spodziewaliśmy, komunikat po posiedzeniu miał dość jastrzębi wydźwięk.*

*Po posiedzeniu byliśmy świadkami dwóch dość odbiegających od siebie komentarzy: prof. Filar potwierdził nasze szacunki wzrostu stóp w 2008 roku do poziomu 6%, natomiast prof. Czekaj skoncentrował się na obawach o wzrost gospodarczy.*

Na wczorajszym posiedzeniu RPP zdecydowała o utrzymaniu dotychczasowego poziomu stóp procentowych. Zasadniczymi powodami takiej decyzji była grudniowa „tradycja” nie podnoszenia stóp procentowych oraz przywiązanie RPP do swoistej „ścieżki” zacieśnienia monetarnego (podwyżka – pauza – podwyżka). Tak jak się spodziewaliśmy komunikat po posiedzeniu miał dość jastrzębi wydźwięk – większość tekstu pokrywała się z komunikatem listopadowym, kiedy to RPP podwyższyła stopy. Opuszczono natomiast stwierdzenie, że dotychczasowe podwyżki zmniejszają ryzyko wzrostu inflacji i stwierdzono, że inflacja wzrośnie powyżej centralnej ścieżki projekcji. W grudniu Rada ponownie zapewniła, że „będzie dążyć do tego, aby w średnim okresie inflacja obniżyła się do poziomu zgodnego z celem inflacyjnym”. Istotną różnicą pomiędzy grudniowym i listopadowym komunikatem jest natomiast zrezygnowanie z wskazania na „ryzyko wtórnych efektów wzrostu bieżącej inflacji”. **Wydaje się więc, że wzrost inflacji na początku roku członkowie Rady starają się traktować w kategorii zjawiska bardzo krótkookresowego – naszym zdaniem istnieje duże, asymetryczne ryzyko, że inflacja wzrośnie do poziomu powyżej 4% na kilka kwartałów, a efekty drugiej rundy są obecnie bardziej prawdopodobne niż w jakimkolwiek innym momencie kadencji obecnej Rady.**

Po posiedzeniu byliśmy świadkami dwóch dość odbiegających od siebie komentarzy; prof. Czekaj wyraził obawę, że agresywne podwyżki mogą zaszkodzić wzrostowi gospodarczemu. Jego zdaniem przedsiębiorcy mogą nadal amortyzować skutki wzrostu płac obniżając swoje zyski. Jako zasadnicze powody braku podwyżki wymienił on wzmocnienie złotego oraz niedostateczną ilość nowych danych – dodajmy, że te którymi RPP dysponowała wskazywały ewidentnie na konieczność zacieśnienia monetarnego.

Zdecydowanie odmienny charakter miała natomiast wypowiedź prof. Filara. Potwierdza ona nasze przewidywania, że „prognozy mówiące o 6% wzroście stóp na koniec roku są uzasadnione”. Według niego podstawowe znaczenie będzie miało stabilizowanie inflacji bazowej, na czym skupiona była dyskusja na posiedzeniu. Ustabilizowanie inflacji bazowej na poziomie 2% (naszym zdaniem jest to mało prawdopodobne) może sprawić, że skala zacieśnienia będzie mniejsza. Filar wskazał na dwa scenariusze: przyspieszenia inflacji oraz jej zaniku (w wyniku wygaśnięcia szoków zewnętrznych za sprawą samych efektów bazowych z indeksów dynamiki liczonych rok do roku). W ocenie Filara istnieją poważne ryzyka ukształtowania wyższej inflacji.

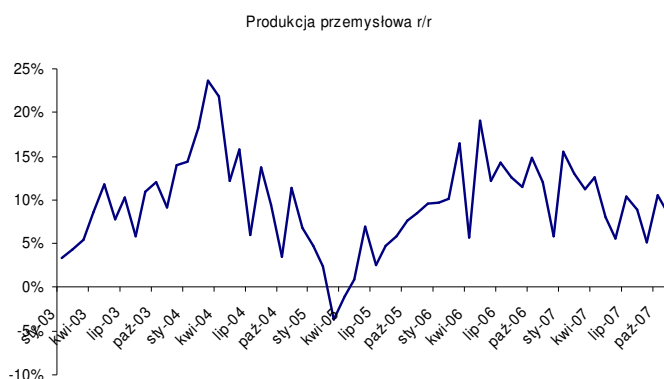
**Naszym zdaniem najbliższe dane (inflacja, sprzedaż detaliczna, płace) wskazywać będą na konieczność agresywnych podwyżek stóp procentowych, jednak Rada prawdopodobnie będzie nadal trzymać się ścieżki zacieśnienia monetarnego „cedząc” podwyżki najoszczędniej jak tylko to będzie możliwe – do kolejnej podwyżki dojdzie w styczniu.** Nie da się również wykluczyć 25 bps w lutym w

odpowiedzi na nową projekcję – o 50 bps należy jednak przez jakiś czas zapomnieć. Dane uzasadniające podwyżki i bardzo ostrożne decyzje RPP w najbliższym czasie sprzyjać będą wystromieniu na krótkim końcu krzywej dochodowości (uczestnicy rynku wyceniać mogą wydarzenie, że Rada jest spóźniona z podwyżkami).

## Produkcja przemysłowa i PPI w listopadzie bez niespodzianek

*Spadek dynamiki rocznej produkcji przemysłowej w listopadzie to jednak przede wszystkim efekt różnicy w liczbie dni roboczych. W przypadku wzrostu PPI podstawowe znaczenie miały wzrosty cen ropy naftowej.*

W listopadzie zanotowano 8,3% r/r wzrost produkcji przemysłowej (nasza prognoza 8,5%, konsensus 9,0%). W poprzednim miesiącu wzrost produkcji przemysłowej wyniósł 10,6% r/r. Spadek dynamiki rocznej w listopadzie to jednak przede wszystkim efekt różnicy w liczbie dni roboczych (w 2006 roku w listopadzie było 21 dni, tyle samo co w bieżącym roku, jednak w październiku bieżącego roku liczba dni roboczych wyniosła 23, a w roku ubiegłym 22). **Naszym zdaniem dane z listopada wskazują na kontynuację dotychczasowych tendencji w przemyśle – solidne wzrosty zanotowano w produkcji maszyn, pojazdów mechanicznych. Wcześniej niż w poprzednim roku spadek temperatury przełożył się na wyższą produkcję energii.**



*Dane są neutralne z punktu widzenia polityki monetarnej i powtarzają wcześniej obserwowane tendencje.*

Ceny producentów wzrosły niemal zgodnie z naszymi oczekiwaniami do 2,6% y/y (nasza prognoza 2,7%, oczekiwania rynkowe 2,8%). W ujęciu miesięcznym PPI pozostało na niezmiennym poziomie. Jest to wynikiem spadków cen w górnictwie spowodowanych obniżeniem cen metali przemysłowych (głównie miedzi) oraz utrzymania cen w przetwórstwie przemysłowym na niemal niezmiennym poziomie (umiarkowany wzrost równy 0,2% m/m). Warto zauważyć, że wzrost PPI znacznie odbiega od zachowania tego typu miernika cen choćby w USA i Niemczech. **Polscy producenci okazali się niezwykle odporni na duże wzrosty cen ropy naftowej obserwowane na całym świecie. Po części jest to wynikiem silnego złotego, który zamortyzował część wzrostów, jednak wydaje się, że dużo istotniejszym czynnikiem są bardzo dobre wyniki finansowe przedsiębiorstw, które mimo rosnących kosztów pracy są w stanie zamortyzować przyrosty kosztów materiałowych bez konieczności podnoszenia cen towarów.**

Dane dzisiejsze są neutralne z punktu widzenia polityki monetarnej (już od kilku miesięcy wzrosty wydajności nie rekompensują wyższej dynamiki płac i RPP wydaje się być tego procesu świadoma). Dane te nie zmieniają również perspektyw dla wzrostu gospodarczego – według naszych szacunków PKB rósł w IV kw. 2007 w tempie nieco przekraczającym 6% r/r.

## Spadek indeksu IFO w Niemczech poprzedza spowolnienie?

Indeks IFO (zbiorczy, będący średnią oceny sytuacji bieżącej i przyszłej) odnotował w grudniu spadek do 103,0 pkt. z 104,2 pkt. odnotowanych w listopadzie. Oczekiwania pozostały na niemal niezmiennym poziomie 98,2 pkt. a składowa bieżąca zanotowała 108,1 pkt. (obniżenie o 2,3 pkt. wobec poprzedniego miesiąca). Dalsze pogorszenie zaufania zaobserwowano w przemyśle (mocne euro szkodliwe dla konkurencyjności towarów niemieckich oraz relatywnie wysoki poziom stóp procentowych potęgowany przez brak płynności sektora finansowego) oraz handlu detalicznym. Sytuacja poprawiła się natomiast w budownictwie, a w handlu hurtowym pozostała na niezmiennym poziomie. **Z perspektywy historycznej, obecne poziomy indeksu IFO łączyły się z wyższym tempem wzrostu gospodarczego w Niemczech niż prognozowane na 2008 rok 1,8% r/r. Niemniej jednak podczas poprzednich spadków, zyski przedsiębiorstw (które z pewnością wpływają na formułowane przez nich oceny) były na niższym poziomie niż obecnie.** Fakt ten czyni obniżenie się wzrostu gospodarczego w największej gospodarce strefy euro wiarygodnym, pomimo względnie wysokich poziomów indeksu przygotowywanego przez IFO.

### Posiedzenie RPP, 30. stycznia

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (według krzywej OIS)
Podwyżka o 50 bps	<b>20%</b>
Podwyżka o 25 bps	<b>80%</b>
Stopy bez zmian	<b>0%</b>
Obniżka o 25 bps	<b>0%</b>

## Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,6159	2,5115

EUR/USD 1,4370 EUR/JPY 162,65 EUR/PLN 3,6150 USD/PLN 2,5160

*W czasie wczorajszej sesji amerykańskiej dolar zyskiwał systematycznie wobec euro kończąc sesję na poziomie 1,4326. Moc dolara wobec europejskiej waluty utrzymała się również podczas sesji azjatyckiej. Końcówka sesji należała jednak do jena, który umocnił się do poziomu 113,2 wobec dolara. Z publikowanych dziś danych zarówno ostateczne szacunki PKB dla USA, jak i dane z rynku pracy powinny mieć ograniczony wpływ na kurs dolara.*

*Złoty cały czas konsoliduje się wokół 3,6150 wobec euro. Komentarze Rady nie sprzyjają wycenie agresywnych podwyżek stóp. Do końca roku nie widzimy lokalnych czynników mogących znacznie zmienić kurs złotego.*

## Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Prawdopodobna kolejna próba przełamania poziomu wsparcia 1,4350/40 (celem staje się poziom 1,4240/20).. Powyżej 1,4420/30 możliwe zlecenia s/l.

wsparcie	opór
1,4340	1,4450
1,4300	1,4420
1,4240	1,4390



Źródło: Reuter

### Krótkoterminowe prognozy, Złoty

EURPLN		
SPOT	3,6144	3,6180
ATM	BID	ASK
1 W	6,90	7,90
1 M	6,30	7,30
2 M	6,10	7,10
3 M	6,10	7,10
6 M	5,95	6,65
1 Y	5,55	6,25
DELTA=25		
	1 M	1 Y
RR	0,35	0,60
Fly	0,30	0,40

Niska płynność na rynku ogranicza wahania kursu złotego, prawdopodobna dalsza konsolidacja na obecnym poziomie.

wsparcie	opór
3,6070	3,6480
3,5950	3,6320
3,5880	3,6220

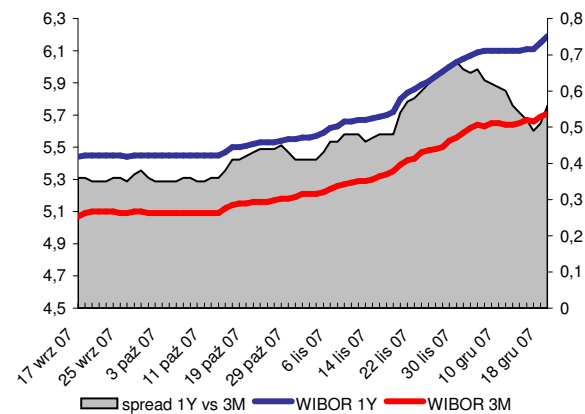
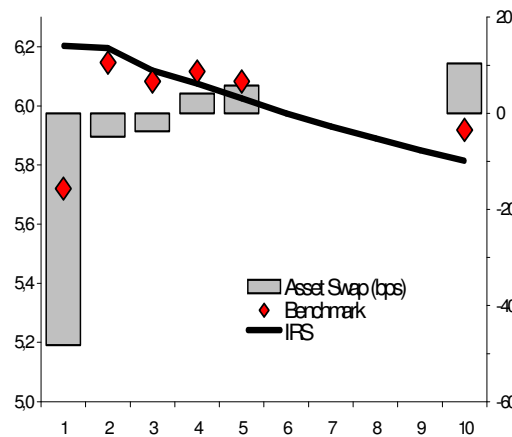
USDPLN		
SPOT	2,5139	2,5190
ATM	BID	ASK
1 W	11,50	12,50
1 M	11,00	12,00
2 M	10,50	11,50
3 M	9,80	10,80
6 M	9,25	9,95
1 Y	9,05	9,75
DELTA = 25		
	1 M	1 Y
RR	0,70	0,75
Fly	0,30	0,35



Źródło: Reuters

### Rynek stopy procentowej, Złoty

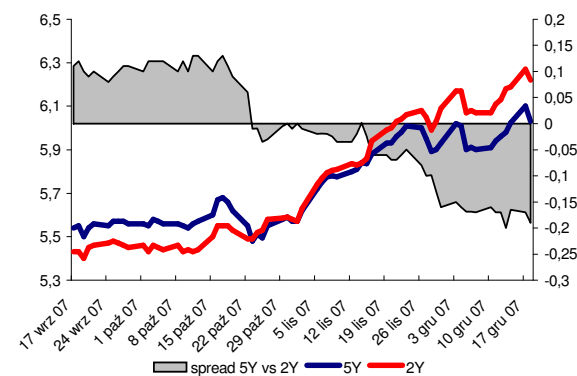
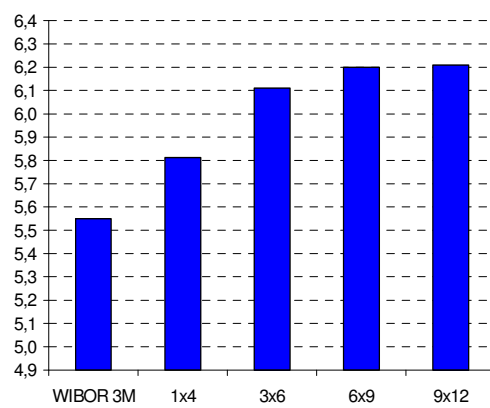
IFS	BID	ASK
1Y	6,18	6,22
2Y	6,18	6,22
3Y	6,10	6,14
4Y	6,06	6,10
5Y	6,01	6,05
6Y	5,96	6,00
7Y	5,91	5,95
8Y	5,87	5,91
9Y	5,83	5,87
10Y	5,80	5,84



depo	BID	ASK
ON	3,94	4,24
1M	5,20	5,30
3M	5,45	5,55

FRA	BID	ASK
1x2	5,53	5,57
1x4	5,76	5,81
3x6	6,06	6,11
6x9	6,14	6,20
9x12	6,15	6,21



KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSSENSUS	POPZEDNIO
USA	14:30	PKB (3 szacunek)	III kw.	-	4,9% r/r	4,9% r/r
USA	14:40	Nowo zarejestrowani bezrobotni	tydz. do 14.12	-	-	-

**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.