



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****środa, 23 stycznia 2008**

STRON: 4

## Makroekonomia

### Wzrost inflacji bazowej „netto” do 1,7% r/r – zgodnie z naszymi oczekiwaniami

*Spodziewamy się, że w pierwszym kwartale inflacja bazowa „netto” przekroczy 2,5%, jednak jeszcze w styczniu może pozostać relatywnie niska. Oficjalne dane poznamy jednak dopiero w marcu.*

W grudniu wszystkie miary inflacji bazowej wzrosły w ujęciu rocznym i miesięcznym. Znacznego przyspieszenia doznała inflacja bazowa po wyłączeniu cen o największej zmienności (od 3,5% r/r w listopadzie do 4,1% r/r w grudniu); zmniejszająca się rozbieżność pomiędzy wskaźnikiem CPI a tą miarą inflacji wskazuje, że najbardziej wolatile elementy koszyka (za które można uznać między innymi ceny żywności) „podbijają” w coraz mniejszym stopniu inflację headline. Do głosu dochodzą natomiast kategorie „popytowe” o czym świadczy wciąż rosnąca inflacja bazowa w ujęciu „netto”. Wzrosty w ten sposób liczonej inflacji będą w najbliższych miesiącach dodatkowo napędzane przez podwyżki cen kontrolowanych (ich oddziaływanie zacznie się w lutym). Równoległe zacznie się ujawniać również wpływ wysokiej konsumpcji, napędzanej przez wyższe płace, które równoległe powinny działać także od strony kosztów (choć trzeba przyznać, że spadki cen surowców oddziałują na tym polu dokładnie odwrotnie). Spodziewamy się, że w pierwszym kwartale inflacja bazowa „netto” przekroczy 2,5%, jednak jeszcze w styczniu może pozostać relatywnie niska. **Oficjalne dane za luty poznamy dopiero w marcu z uwagi na zmianę koszyka inflacyjnego GUS – możliwe zatem, że czeka nas okres przesunięcia uwagi na czynniki globalne (szczególnie w obliczu niepewności dotyczącej sytuacji w USA i strefie euro), który wygeneruje oczekiwania na łagodniejszą politykę monetarną. Do odwrócenia sentymentu i powrotu do analizy czynników lokalnych przyczyniać się będą kolejne dane ze sfery realnej – głównie rynku pracy.**

### Komentarze członków RPP

H. Wasilewska-Trenkner uważa, że dane o inflacji bazowej uzasadniają podwyżkę stóp w styczniu. Zgodnie jednak z naszymi oczekiwaniami w wypowiedzi pojawiają się czynniki globalne, które mogłyby zaszkodzić wzrostowi gospodarczemu. **Wydaje się, że jest to pierwsza z serii bardziej „kompromisowych” wypowiedzi niektórych członków RPP, które prawdopodobnie pojawią się w najbliższych tygodniach. Będą one napędzały oczekiwania rynkowe na mniejszą skalę podwyżek stóp.** Fundamenty niezmiennie przemawiają za podjęciem decyzji o podwyżce w styczniu i uważamy, że do niej dojdzie. Moment zawahania widoczny będzie do czasu publikacji istotnych danych za styczeń, i być może przeciągnie się aż do lutowego posiedzenia, na którym poznamy najnowszą projekcję inflacyjną. Wysoka inflacja bazowa w lutym (publikowana dopiero w marcu) powinna ostatecznie przekonać członków RPP, że utrzymanie stabilności cen wymaga kontynuacji zacieśnienia monetarnego.

Pogląd „fundamentalny” popiera D. Filar, który uważa, że spowolnienie w USA będzie miało ograniczony i przede wszystkim – znacznie oddalony w czasie – wpływ na gospodarkę

Polską. Nie zmienia to jego zdania odnośnie konieczności zdecydowanej walki z napięciami inflacyjnymi, których źródła nakreślał wczoraj.

## Fed nieoczekiwanie obciął stopy o 75 pb.

*Wydaje się, że dalsze posunięcia Fed (w tym to najbliższe) jest w dużym stopniu uzależnione od szczegółów pakietu fiskalnego oraz przede wszystkim – szybkości jego wprowadzenia.*

Stopa procentowa *Fed Funds* znajduje się obecnie na poziomie 3,5%. **Katalizatorem do tak dużej obniżki oprocentowania stało się zwiększenie oceny negatywnych ryzyk dla wzrostu gospodarczego oraz pogorszenie sytuacji na szeroko rozumianych rynkach finansowych (uważamy, że bardzo duże znaczenie miała gwałtowna przecena na rynkach akcji).** Chociaż członkowie FOMC spodziewają się spadku inflacji i wymaga ona dalszego monitorowania, obawy o wzrost cen zeszły zdecydowanie na dalszy plan względem zagrożeń dla sfery realnej, które będą na bieżąco neutralizowane. Przestrzeń do dalszych obniżek pozostała tym samym w dalszym ciągu otwarta. **FOMC zbierze się ponownie już w następnym tygodniu. Warto mieć na uwadze, że przeciwdziałanie tendencjom recesyjnym znajduje się obecnie bardzo wysoko na liście priorytetów Fed.**

H. Paulson pozytywnie ocenił posunięcie Fed. Wspominał dodatkowo, że dodatkowy pakiet fiskalny może być wprowadzony dość szybko z uwagi na duże zainteresowanie, z którym spotykał się ze strony członków obu partii. Wydaje się, że dalsze posunięcia Fed (w tym to najbliższe) jest w dużym stopniu uzależnione od szczegółów pakietu fiskalnego oraz przede wszystkim – szybkości jego wprowadzenia. Z tego powodu, wszelkie „zamglenie” szczegółów impulsu fiskalnego może skutkować dalszymi, szybkimi obniżkami stóp (nie wykluczamy kolejnego 25-50 punktowego ruchu w następnym tygodniu). **Generowanie oczekiwań na głębsze obniżki wydaje się jak najbardziej na rękę FOMC, gdyż wysłała pozytywne impulsy dla gospodarstw domowych i firm w oczekiwaniu na reakcję (z natury mniej elastycznej) polityki fiskalnej. Wygląda na to, że B. Bernanke przyjął kurs polityki monetarnej znany jeszcze z czasów A. Greenspana.**

### Posiedzenie RPP, 30. stycznia

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (według krzywej OIS)
Podwyżka o 50 bps	<b>0%</b>
Podwyżka o 25 bps	<b>60%</b>
Stopy bez zmian	<b>40%</b>
Obniżka o 25 bps	<b>0%</b>

## Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,6577	2,5263

EUR/USD 1,4630 EUR/JPY 155,70 EUR/PLN 3,6220 USD/PLN 2,4760

*Wydarzeniem wczorajszej sesji była decyzja Fed o obniżce stóp o 75 bp; wcześniejsze pogłoski (dot. „nadzwyczajnego” posiedzenia Fed) najwyraźniej nie były traktowane poważnie przez większość rynku – jako że odwracanie pozycji na rynkach FX okazało się bardzo gwałtowne. Kurs EUR/JPY zanotował 2,8% wzrost (euro umocniło się do poziomu 156,40 pod koniec europejskiej sesji), wspólna waluta zyskała również znacznie wobec dolara (1,4610). Jednocześnie do łask inwestorów powróciły tradycyjne waluty „carry” oraz rynki wschodzące.*

*Początek wczorajszej sesji przyniósł dalsze osłabienie złotego (EUR/PLN 3,6720/40) jednakże korekta na jenie (realizacja zysków) ograniczyła skalę wyprzedzący. Po informacji o*

decyzji Fed nastąpiło faktyczne odwrócenie trendu – złoty zyskał w godzinach popołudniowych ok. 1,3% umacniając się pod koniec sesji do poziomu 3,6250 wobec euro. Przy dalszej poprawie nastrojów na rynkach bazowych można oczekiwać powrotu PLN poniżej poziomu 3,60 wobec euro w krótkim terminie. Pogłoski o możliwym obniżeniu stóp przez ECB (w ślad za Fed), niezależnie od ich wiarygodności, wspierają złotego (oraz inne waluty o wysokiej rentowności).

**Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD**

Prawdopodobna konsolidacja powyżej 1,4600 (kluczowe wsparcie w krótkim terminie 1,4590/70); jeśli poprawa nastrojów okaże się trwała to można oczekiwać testu poziomu oporu 1,4690/1,4710.

wsparcie	opór
1,4410	1,4765
1,4355	1,4690
1,4320	1,4650



Źródło: Reuter

**Krótkoterminowe prognozy, Złoty**

Konsolidacja w paśmie 3,62-3,6350.. trwała poprawa nastrojów na rynkach bazowych będzie sprzyjać umocnieniu złotego (możliwy test 3,6190/3,6050). Pogłoski o możliwym cięciu stóp ECB (w ślad za Fed-em) wspierają rynki wschodzące.

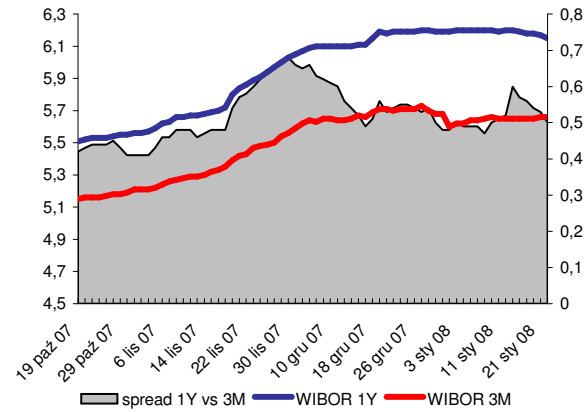
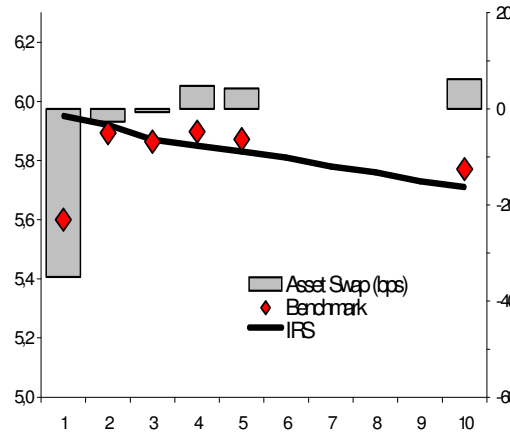
wsparcie	opór
3,6190	3,6700
3,6050	3,6500
3,5900	3,6345



Źródło: Reuters

## Rynek stopy procentowej, Złoty

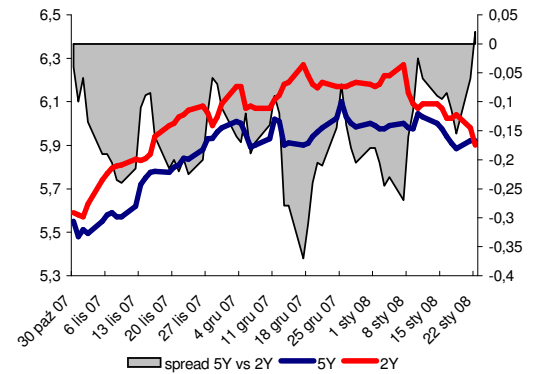
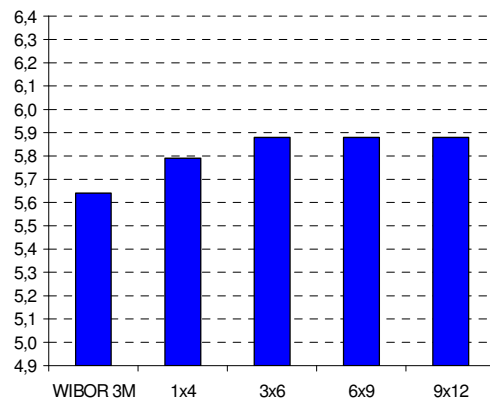
IFS	BID	ASK
1Y	5,93	5,97
2Y	5,90	5,94
3Y	5,85	5,89
4Y	5,83	5,87
5Y	5,81	5,85
6Y	5,79	5,83
7Y	5,76	5,80
8Y	5,74	5,78
9Y	5,71	5,75
10Y	5,69	5,73



depo	BID	ASK
ON	4,97	5,17
1M	5,22	5,42
3M	5,44	5,64

FRA	BID	ASK
1x2	5,49	5,53
1x4	5,75	5,79
3x6	5,84	5,88
6x9	5,84	5,88
9x12	5,84	5,88



kkKRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
EMU	10:00	PMI	styczeń	-	52,8 pkt.	53,3 pkt.
EMU	11:00	Zamówienia w przemyśle	listopad	-	9,1% r/r	10,9% r/r
POL	14:00	Koniunktura GUS	styczeń	-	-	-

### 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 MIĘDZYPANOWEGO 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. JAKĄKOLWIEK 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 UPZEDNIA PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.