



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

czwartek, 31 stycznia 2008

STRON: 5

Makroekonomia

RPP podwyższyła stopy, prof. Czekaj o mniejszej konieczności dalszych podwyżek

Mocniejsze wzrosty inflacji i inflacji netto nastąpią dopiero w lutym (podwyżka energii), co wygenerować powinno ponownie oczekiwania na większą skalę podwyżek stóp (obecnie rynek oczekuje „nieco więcej” niż jednej podwyżki).

Zgodnie z oczekiwaniami (ryнку i ekonomistów) Rada Polityki Pieniężnej podniosła stopę bazową o 25 bps do poziomu 5,25%. **Pomimo iż w komunikacie kilkakrotnie odwołano się do kwestii spowolnienia w gospodarce światowej i ewentualnych konsekwencji dla polskiej gospodarki i perspektyw inflacyjnych, w centrum uwagi pozostały czynniki krajowe, z których zdecydowana większość została oceniona jako proinflacyjne.** RPP wymieniła ryzyka wzrostu cen kontrolowanych, wzrostu PKB przekraczającego potencjał, narastającej presji płacowej, w tym presji płacowej w sektorze finansów publicznych oraz ryzyko wyższych cen żywności. W bezpośrednim uzasadnieniu decyzji znalazło się po raz kolejny stwierdzenie, że prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji powyżej celu w średnim okresie jest wyższe niż prawdopodobieństwo, iż powróci ona do celu. **Stwierdzenie to tym razem zostało dodatkowo wzmocnione poprzez bezpośrednie przywołanie ryzyka tzw. efektów drugiej rundy. Komunikat okazał się więc bardziej jastrzębi niż tego oczekiwano i nie wskazuje w żadnym razie na koniec cyklu.**

Pokusić się można o tezę, że Rada przez najbliższe miesiące będzie raczej obserwować i analizować niż kontynuować politykę zacieśnienia, jednak diagnoza ta w większym stopniu opiera się na ostatnich wywiadach z członkami RPP, zmianie kierunku polityki innych banków centralnych i wreszcie pojawieniu się niezaprzeczalnych ryzyk dla wzrostu i presji inflacyjnej, niż samym komunikacie (dziś rano prof. Czekaj zaznaczył, że obniżki stóp przez ECB zmniejszyłyby skłonność Rady do podwyżek, pomimo podwyższonej inflacji. Czekaj zaznaczył też, że czeka na kolejne dane z gospodarki, które jeśli będą tak słabe jak grudniowe zmniejszą konieczność dalszych podwyżek). Postawie takiej naszym zdaniem sprzyjać będą rzeczywiście najbliższe dane (w tym zbliżona do tej z grudnia inflacja styczniowa), które zmniejszą przejściowo skalę oczekiwanych podwyżek. Oczekujemy, że mocniejsze wzrosty inflacji i inflacji netto nastąpią dopiero w lutym (podwyżka energii), co wygenerować powinno ponownie oczekiwania na większą skalę podwyżek stóp (obecnie rynek oczekuje „nieco więcej” niż jednej podwyżki).

Wstępne dane o PKB w 2007 roku

Wzrosty wynagrodzeń i stymulus fiskalny będą podtrzymywać w bieżącym roku popyt konsumpcyjny – jeden z głównych czynników zwiększających presję inflacyjną.

Według wstępnych szacunków GUS Produkt Krajowy Brutto wzrósł w roku 2007 o 6,5% r/r (zgodnie z oczekiwaniami), w porównaniu z 6,2% zanotowanymi w roku 2006. Konsumpcja wzrosła o 5,2% r/r (4,9% w 2006), inwestycje wzrosły o 20,4% (15,6% w roku 2006). Wartość dodana w usługach rynkowych wzrosła o 6,9% r/r w porównaniu z 5,3% zanotowanych w roku 2006. Zanotowano ponadto niższą dynamikę wartości dodanej w przemyśle w porównaniu z rokiem 2006 (spadek do 7,7% r/r z 10,0% r/r).

Dane o rocznym PKB dostarczają kilku istotnych informacji o procesach realnych w ostatnim kwartale poprzedniego roku (czyli tej mniej odległej przeszłości); **na podstawie danych za cały rok szacujemy, że tempo wzrostu PKB w IV kw. 2007 wyniosło około 6,2% r/r (odpowiednio 6,4% w III kw), dynamika konsumpcji spadła znacznie poniżej 5% (w III kw. zanotowano 5,2% wzrostu), inwestycje rosły zaś w tempie zbliżonym do 19% r/r.** Struktura wzrostu była więc w 4 kw. 2007 dość zaskakująca; sądząc po wysokich wzrostach sprzedaży detalicznej można było oczekiwać wyższych dynamik konsumpcji indywidualnej. Zgodnie z naszymi przewidywaniami kształtowała się jednak dynamika wartości dodanej w usługach rynkowych w IV kw. 2007 - około 6,9% r/r.

Dane o PKB w zasadzie wspierają obecny sentyment na rynku i wygaszanie oczekiwań na podwyżki stóp procentowych (sygnalizują niezmiennie korzystną relację pomiędzy wzrostem inwestycji i konsumpcji). Może się jednak okazać, że bardziej miarodajnym (z punktu widzenia presji cenowej) wskaźnikiem jest dynamika usług rynkowych, niezmiennie po-zostająca na wysokim poziomie. Naszym zdaniem wzrosty wynagrodzeń, jak i stymulus fiskalny będą w roku bieżącym w większym stopniu przyczyniać się do wzrostu popytu konsumpcyjnego (ale i całości popytu wewnętrznego), który to powinien być jednym z głównych czynników zwiększających presję inflacyjną.

Słabe wyniki PKB za IV kwartał i oczekiwana decyzja Fed

Nasz scenariusz bazowy zakłada możliwość zejścia stopy Fed funds nawet do poziomu bliskiego 2%. „Aktywność” polityki pieniężnej sugerowana w komunikacie stwarza możliwość do dalszych.

PKB w IV kwartale przyrósł w stosunku rocznym o 0,6% (poprzedni kwartał – 4,9%). Wydatki konsumpcyjne wzrosły o 2,0% - niewiele mniej niż w III kwartale, kiedy odnotowano 2,8%. **Tak wysoki wzrost konsumpcji prywatnej należy uznać za wyjątkowo solidny biorąc pod uwagę problemy na rynku finansowym oraz wysokie ceny energii.** Inwestycje w kapitał trwały zostały pociągnięte w dół przez sektor domów – pozostałe składniki popytu inwestycyjnego (wydatki na budynki niemieszkalne oraz maszyny i urządzenia) wprawdzie nieznacznie obniżyły tempo wzrostu w porównaniu do poprzedniego kwartału, jednak utrzymały względnie wysoką dynamikę (**szczególnie rosące wydatki na maszyny i urządzenia sugerują równoległe dążenia przedsiębiorstw do ekspansji zatrudnienia**). Znaczną, ujemną kontrybucję w kierunku obniżenia dynamiki PKB (można ją szacować na około -1,25 pp.) odnotowały zapasy. Wkład eksportu netto do dynamiki produktu wyniósł 0,41 pp. – znacznie mniej niż w III kwartale (trzeba się liczyć raczej z rewizją w dół z uwagi na niezwykle niską dynamikę importu – 0,3% r/r).

Dane o PKB mają obecnie wymiar historyczny – podstawowym pytaniem pozostaje fakt, czy obniżenie tempa wzrostu produktu będzie miało rzeczywiście charakter trwały. **Brak jakichkolwiek danych realnych za styczeń nie pozawala na razie na dokonanie nawet mało precyzyjnych szacunków. Niemniej jednak opierając się na bezprecedensowej akcji Fed (-75 pb. przed posiedzeniem decyzyjnym oraz kolejne -50 pb dostarczone wczoraj) można stwierdzić, że zagrożenia dla wzrostu gospodarczego są znaczne (faktyczne szacunki inflacji i wzrostu**

gospodarczego, przygotowane przez członków FOMC, poznamy wraz z publikacją „minutes”). Taki też pozostaje wymiar komunikatu, w którym czytamy także (czego można było się spodziewać), że presja inflacyjna w najbliższym czasie powinna się obniżyć (w tym kontekście dodatek o konieczności ciągłego monitorowania inflacji wydaje się tylko przypomnieniem drugiego celu polityki pieniężnej Fed, który został na razie usunięty w cień). Agresywna obniżka stóp zostawiła Komitetowi Otwartego Rynku większe pole do manewru i analizy danych. Nasz scenariusz bazowy zakłada możliwość zejścia stopy Fed funds nawet do poziomu bliskiego 2%. Część komunikatu zakładająca, że Fed jest gotowy do aktywnego działania sugeruje, że ruchy dokonywane pomiędzy datami oficjalnych posiedzeń są w dalszym ciągu prawdopodobne, o ile będą ugruntowane w danych realnych (lub przygotowanych prognozach). Trzeba jednak pamiętać, że wymiar takiego stwierdzenia jest dwustronny - otwiera pole również do uzasadnionych i szybkich podwyżek.

Posiedzenie RPP, 27. lutego

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (według krzywej OIS)
Podwyżka o 50 bps	0%
Podwyżka o 25 bps	0%
Stopy bez zmian	100%
Obniżka o 25 bps	0%

Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,6185	2,4501

EUR/USD 1,4900 EUR/JPY 158,70 EUR/PLN 3,6135 USD/PLN 2,4250

Po decyzji Fed (komunikat zostawił przestrzeń dla dalszych obniżek) dolar zaznaczył straty do głównych walut a EUR/USD skończył dzień na poziomie 1,4905. Dalsze wzrosty kursu mogą być stymulowane przez wyższy od oczekiwań odczyt inflacji HICP w strefie euro (publikacja o godzinie 11:00). Odwrotne skutki, może wywołać wyższy wzrost inflacji bazowej PCE w USA (14:30), choć istnieje duże prawdopodobieństwo, że dana zostanie zignorowana przez rynek. Kolejna nieudana próba przełamania oporu 1,4907/15 w trakcie sesji azjatyckiej może zachęcić inwestorów do realizacji zysków (pierwszym poziomem wsparcia jest obecnie 1,4820). Kluczowym – psychologicznym - poziomem oporu EUR/USD jest obecnie 1,5000 (przełamanie na bazie dziennej otwiera drogę na 1,5300/1,5500). Niższe otwarcie indeksu Nikkei postulowane w kontraktach terminowych zepchnęło kurs EUR/JPY do poziomu 157,25, jednak wejście indeksu w obszar wzrostów sprawiło, że kurs powrócił do 158.00 kończąc dzień na poziomie 158,28.

Poprawa nastrojów na rynkach bazowych wraz z osłabieniem jena sugerują umocnienie złotego w krótkim terminie – prawdopodobny test wsparcia 3,60 (trwałe przełamanie otwiera drogę na 3,5830). Pogłoski o możliwej zmianie nastawienia ECB (pod wpływem silnego euro oraz agresywnych cięć stóp w USA) dodatkowo wspierają rynki wschodzące oraz tradycyjne waluty „carry”.

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Silna aprecjacja euro po decyzji Fed została powstrzymana na poziomie oporu 1,4907/15. Realizacja zysków może przynieść test wsparcia 1,4820/00.. zejście kursu euro poniżej 1,4780 neguje perspektywę bezpośredniego testu 1,4915/65 (ewentualnie 1,5000).. W trakcie najbliższych dni test psychologicznego oporu 1,5000 wydaje się jednak prawdopodobny.

wsparcie	opór
1,4820	1,5000
1,4780	1,4965
1,4730	1,4907

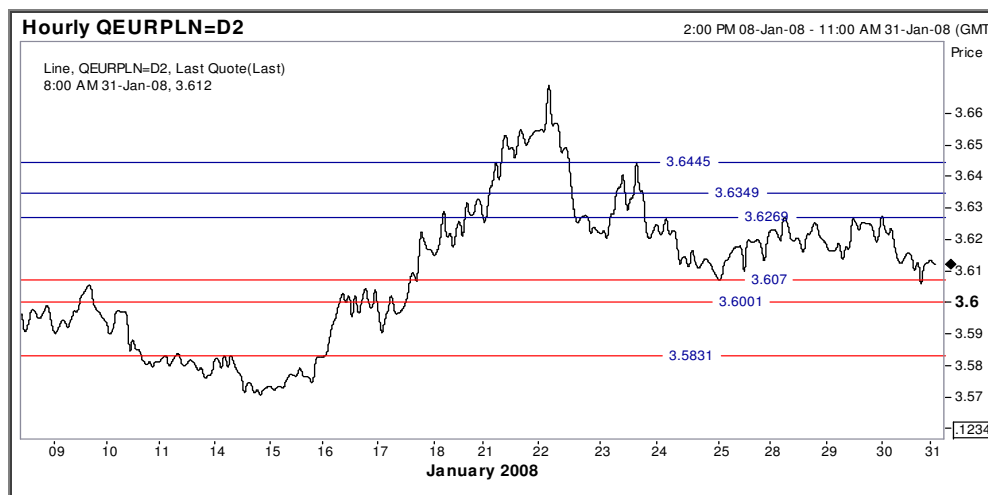


Źródło: Reuter

Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Poprawa nastrojów na rynkach bazowych warunkuje umocnienie złotego (test wsparcia 3,60 EUR/PLN); trwałe przełamanie 3,60 otwiera drogę na 3,5900/3,5830 – pomimo relatywnie neutralnego przekazu RPP (ograniczeniu uległy oczekiwania na kolejne podwyżki stóp). Bezpośrednim poziomem oporu jest obecnie 3,6250/70..

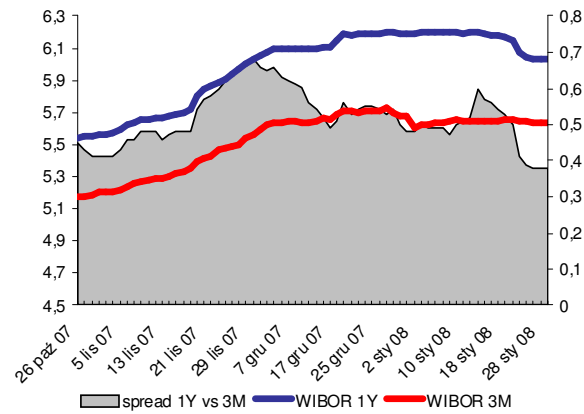
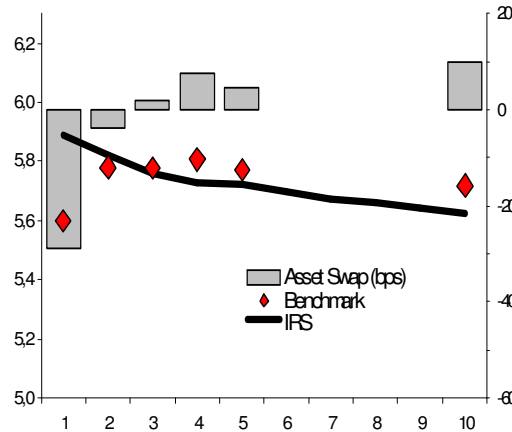
wsparcie	opór
3,6070	3,6445
3,6000	3,6350
3,5830	3,6270



Źródło: Reuters

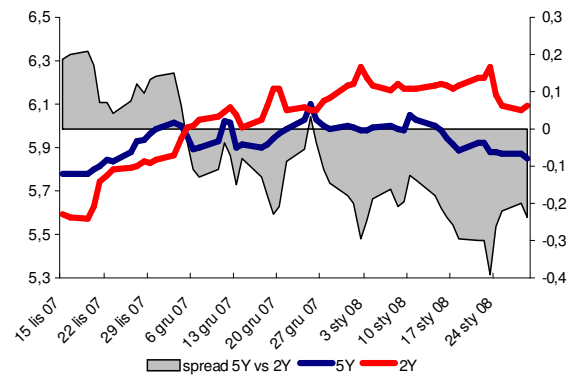
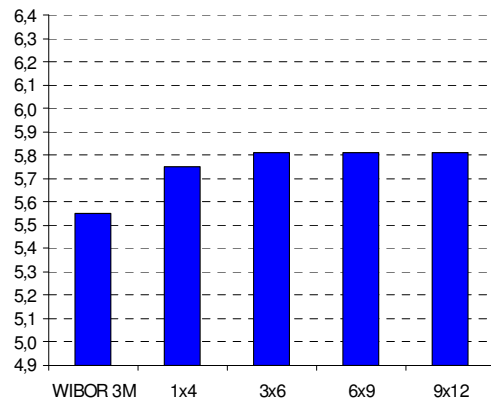
Rynek stopy procentowej, Złoty

IFS	BID	ASK
1Y	5,87	5,92
2Y	5,80	5,84
3Y	5,74	5,78
4Y	5,71	5,75
5Y	5,70	5,75
6Y	5,68	5,73
7Y	5,65	5,70
8Y	5,64	5,68
9Y	5,62	5,66
10Y	5,60	5,64



depo	BID	ASK
ON	4,60	4,95
1M	5,16	5,38
3M	5,45	5,55

FRA	BID	ASK
1x2	5,46	5,51
1x4	5,71	5,75
3x6	5,75	5,81
6x9	5,77	5,81
9x12	5,75	5,81



KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
EMU	11:00	Inflacja HICP (<i>flash</i>) r/r	styczeń	-	3,1%	3,1%
USA	14:30	Inflacja bazowa PCE r/r	grudzień	-	2,2%	2,2%
USA	14:30	Nowo zarejestrowani bezrobotni	tydz. do 25.01	-	-	-
USA	15:45	Chicago PMI	styczeń	-	53,0 pkt.	56,4 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 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.