



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

środa, 6 lutego 2008

STRON: 5

Makroekonomia

Filar z RPP o wzroście inflacji i groźbie niespełnienia inflacyjnego kryterium konwergencji

Uważamy, że scenariusz ze stabilizacją inflacji na poziomie około 4% (poza podwyżkami stopy bazowej) generował będzie dodatkowe wzrosty rentowności na długim końcu krzywej dochodowości

Prof. Filar z RPP uzupełnił wczoraj swoje wcześniejsze wypowiedzi i ostrzeżenia przed wzrostem inflacji o dość mocną konkluzję. Jego zdaniem stopy procentowe należy podnosić, żeby stabilizować inflację i w efekcie uniknąć problemu ze spełnieniem inflacyjnego kryterium konwergencji. Problem ten według szacunków prof. Filara może pojawić się już w lutym.

Nasze szacunki są dość zbliżone do i wspierają te same wnioski. **Uważamy, że w nadchodzących miesiącach inflacja wzrośnie do powyżej 4% r/r, a jej zejście w okolice celu na koniec 2008 roku widzimy jako mimo wszystko mało prawdopodobne. Taki scenariusz (poza podwyżkami stopy bazowej) generował będzie dodatkowe wzrosty rentowności na długim końcu krzywej dochodowości (gra na dekonwergencję).**

Czekaj z RPP o spowolnieniu gosp. , obniżkach stóp w Eurolandzie i końcu cyklu zacieśnienia w Polsce

Prof. Czekaj z RPP sygnalizuje, że coraz istotniejszy wpływ na decyzje RPP będą mieć dwa czynniki – sygnalizowane (zdaniem członka RPP) już przez grudniowe dane spowolnienie gospodarcze w Polsce oraz możliwe obniżki stóp w strefie euro. Czekaj obawia się, że rozbieżność cyklu polityki monetarnej w Polsce i tego w strefie euro mogłaby skutkować wzrostem dysparytetu stóp proc i w efekcie nadmiernym wzmocnieniem złotego. Cały wywiad z prof. Czekajem obfituje w stwierdzenia sugerujące zmianę hierarchii celów części Rady. **Nie sposób również nie odnieść wrażenia, że przepowiadany na kolejne miesiące wzrost inflacji (w tym inflacji bazowej) stawia członków zorientowanych na wzrost gosp. w bardzo niekomfortowej sytuacji.**

Prezes NBP o niższym wzroście PKB w I kw. 2008

Prezes NBP S. Skrzypek oczekuje spowolnienia wzrostu PKB w I kw. 2008 roku. Jego zdaniem spowolnienie to będzie jedynie „chwilowe”. Nasze szacunki danych miesięcznych wskazują również na niższe odczyty ze sfery realnej w styczniu (oczekujemy spadku dynamiki produkcji przemysłowej do 4% r/r). Niższe dynamiki roczne wynikać będą poza sygnalizowanym przez wskaźniki koniunktury pogorszeniem ogólnej kondycji strony podażowej (niższe zamówienia eksportowe, wzrost kosztów materiałowych oraz kosztów pracy oraz spadek konkurencyjności) również z efektów statystycznych (niezwykle wysoka baza w I kw. 2007).

Słabe dane ze strefy euro

Indeks PMI w usługach spadł dużo poniżej oczekiwań rynkowych osiągając poziom 50,6 pkt. wobec 53,1 pkt. w grudniu. Wskaźnik znajduje się obecnie bardzo blisko poziomu 50 punktów, który oddziela wzrost w sektorze usług od kontrakcji. Duża rozbieżność prognoz i faktycznych danych sprzyjać będzie umocnieniu oczekiwań na wcześniejsze obniżki oprocentowania w strefie euro. Panuje przekonanie, że EBC może zdecydować się na obniżki oprocentowania już w II kwartale powołując się na perspektywy spowolnienia gospodarczego. W kierunku umocnienia negatywnych nastrojów działa także niska sprzedaż detaliczna odnotowana w grudniu (znowu poniżej oczekiwań, solidne 2% w dół w skali rocznej po -1,4% w listopadzie).

Oczekujemy, że EBC nie będzie się spieszyć z obniżkami oprocentowania skupiając się na analizie nadchodzących danych. Wiele zależy od perspektyw rozwoju amerykańskiej gospodarki. Wydaje się, że istnieje szansa na powrót gospodarki USA na ścieżkę umiarkowanego wzrostu na przełomie 2008 i 2009 roku. W tej sytuacji (mając na uwadze jedynie dzisiejszy zbiór informacji) wejście polityki monetarnej EBC na agresywną ścieżkę rozluźnienia mogłoby być spóźnione (biorąc pod uwagę rozkład impulsów pieniężnych w czasie). Z tego powodu oczekivalibyśmy po EBC działań wyjątkowo ostrożnych – ewentualna ścieżka obniżek stóp mogłaby się zacząć dopiero w II kwartale (jeśli obraz spowolnienia dopełnią kolejne przekonywujące dane ze sfery realnej), jednak ze względu na możliwość utrwalenia oczekiwań inflacyjnych (w obliczu wciąż wysokiej inflacji) oraz dużą niepewność rozwoju strefy euro w horyzoncie polityki pieniężnej, ewentualne obniżki stóp mogłyby się rozciągnąć w czasie nawet do końca bieżącego roku.

Słabe dane z gospodarki amerykańskiej

Indeks ISM dla usług spadł niespodziewanie w styczniu do poziomu 44,6 z 53,2 punktów zanotowanych w grudniu. Tak znaczne spadki ISM zdarzały się w przeszłości w bardzo specyficznych okolicznościach (zamachy 11 września 2001 roku, początek wojny w Iraku w marcu 2003 roku, huragan Karina latem 2005 roku). Tym razem ten ostry spadek mógł być wywołany akcją Fedu (niespodziewana obniżka stóp) oraz spadkami na giełdzie. Nie wydaje się aby indeks pozostał na tak niskim poziomie również w kolejnych miesiącach, choć niedawne przewidywania co do dobrej kondycji sektora usług mogą okazać się zbyt optymistyczne. **Scenariuszem bazowym dla USA, naszym zdaniem, będzie spadek dynamiki PKB w okolice 0,5-0,8% r/r w najbliższych dwóch kwartałach oraz obniżki stóp proc. do poziomu nie wyższego niż 2%.** Uważamy, że zdecydowana akcja FEDu, pakiet fiskalny (ponad 1% PKB) oraz euforia związana z wyborami prezydenckimi zapobiegą spadkowi konsumpcji i co za tym idzie głębokiej recesji w USA.

Posiedzenie RPP, 27. lutego

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

Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,5748	2,4281

EUR/USD 1,4645 EUR/JPY 155,90 EUR/PLN 3,5980 USD/PLN 2,4570

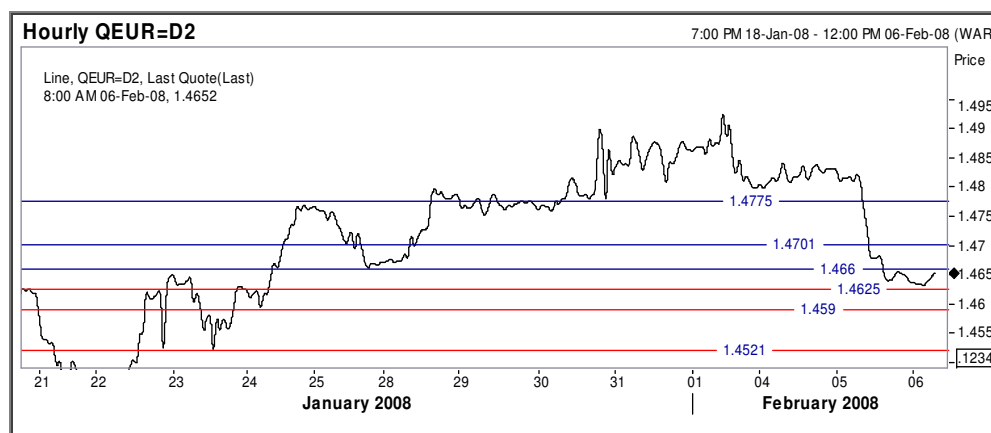
Słabe dane makro z sekt. usług USA (ISM) nie wpłynęły na notowania dolara, perspektywa zmiany nastawienia ECB skłoniła inwestorów do globalnej wyprzedaży euro, szczególnie wobec dolara. Przełamanie wsparcia EUR/USD 1,4780 a następnie 1,4680/70 uruchomiło zlecenia s/l, w efekcie dolar umocnił się do poziomu 1,4625.. Kolejna runda wyprzedaży na giełdach (oraz repatriacja zysków ze strony amerykańskich inwestorów) wspiera dalsze umocnienie dolara w krótkim terminie, prawdopodobny wydaje się test 1,4625/1,4590 (możliwe zlecenia stop-loss). Po posiedzeniu ECB możliwe odwrócenie trendu ("sell the rumour, buy the fact").

Silna techniczna korekta na relacji EUR/PLN zyskała na sile wobec ponownego pogorszenia nastrojów na giełdach, prawdopodobny wydaje się test poziomu oporu 3,6000 (przełamanie otwiera drogę na 3,6140/3,6270). Dodatkowo, niepewność wzg. polityki RPP nie sprzyja złotemu..

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Wczorajsze przełamanie kluczowych poz. wsparcia uruchomiło zlecenia stop-loss (1,4780/1,4680).. kontynuacja trendu oznacza możliwy test 1,4625/1,4590 (kolejne s/l poniżej tego poziomu).
Możliwe odwrócenie trendu po czwartkowym posiedzeniu ECB.

wsparcie	opór
1,4625	1,4775
1,4590	1,4700
1,4520	1,4660



Źródło: Reuter

Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Silna korekta od poziomów wsparcia 3,5550/3,5600 – możliwy test poziomów oporu 3,60/3,6140. Wyprzedaż na giełdach oraz związana z tym redukcja pozycji na rynkach wschodzących jest głównym powodem osłabienia PLN.

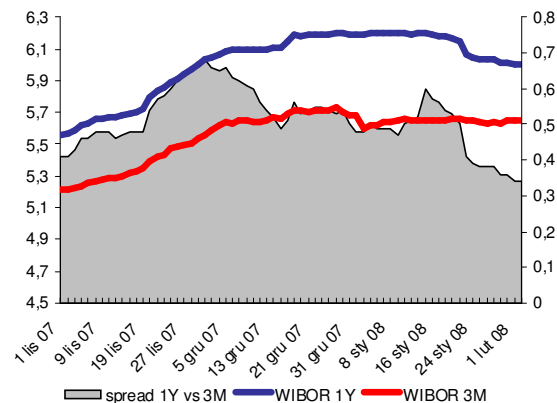
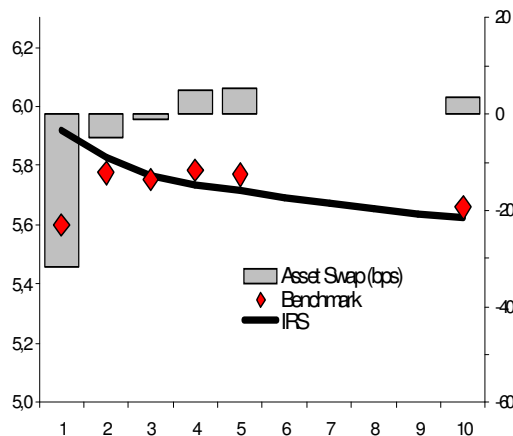
wsparcie	opór
3,5860	3,6270
3,5725	3,6140
3,5600	3,6000



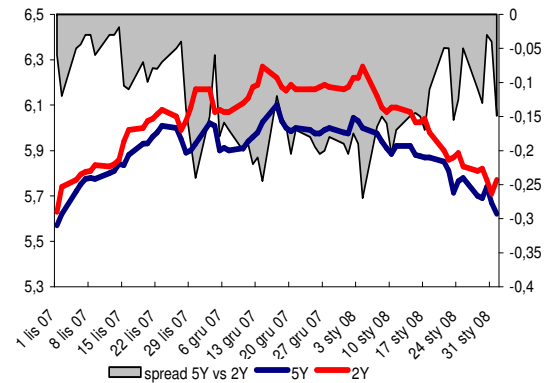
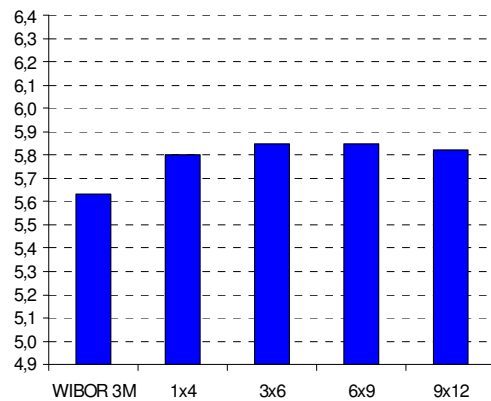
Źródło: Reuters

Rynek stopy procentowej, Złoty

IFS	BID	ASK
1Y	5,91	5,94
2Y	5,81	5,84
3Y	5,74	5,79
4Y	5,71	5,76
5Y	5,69	5,74
6Y	5,67	5,72
7Y	5,65	5,70
8Y	5,63	5,68
9Y	5,61	5,66
10Y	5,60	5,65



depo	BID	ASK
ON	5,27	5,47
1M	5,28	5,48
3M	5,43	5,63
FRA	BID	ASK
1x2	5,53	5,58
1x4	5,76	5,80
3x6	5,81	5,85
6x9	5,81	5,85
9x12	5,78	5,82



KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
USA	14:30	Wydajność	IV kw.	-	0,7% k/k.	6,3%.
USA	14:30	Jednostkowe koszty pracy	IV kw.	-	2,9% k/k	-2,0%

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.