



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**piątek, 22 lutego 2008**

STRON: 5

Makroekonomia

S&P zmienił perspektywę polskiego długu na pozytywną; do strefy euro pod koniec bieżącej kadencji sejmu lub na początku następnej

Zmiana perspektywy to przede wszystkim wynik planowanych przez rząd reform strukturalnych

Perspektywa ratingu polskiego długu w walucie obcej została podwyższona ze stabilnej na pozytywną. Z reguły łączy się to z podniesieniem samego ratingu w okresie od 6 do 24 miesięcy; analitycy S&P twierdzą jednak, że najbardziej prawdopodobną datą jest w tym przypadku 2009 rok. **Zmiana perspektywy to przede wszystkim wynik planowanych przez rząd reform strukturalnych (ograniczenie deficytu, długu publicznego oraz plany aktywizacji osób pozostających poza zasobem pracujących) oraz dążeń do wejścia do strefy euro.**

Decyzja o wstąpieniu do Eurolandu musi być poprzedzona trwałym spełnieniem kryteriów konwergencji

Wcześniejsze komentarze S&P sugerowały, że do zmiany ratingu może dojść nawet bez dokonania wyżej wymienionych reform. Zapowiedzi ministra finansów sugerują jednak, że wola do ich zrealizowania jest stosunkowo duża. Do 2011 roku deficyt budżetowy będzie stopniowo ograniczany – według ministra finansów, J. Rostowskiego, w roku tym budżet może być nawet zbilansowany lub odnotować niewielką nadwyżkę. Z kolei **wypowiedzi S. Gomułki wskazują, że wejście do strefy euro może nastąpić pod koniec bieżącej kadencji sejmu lub na początku następnej.** Decyzja o wstąpieniu do Eurolandu musi być poprzedzona trwałym spełnieniem kryteriów konwergencji – obecne zawirowania w światowej gospodarce nie pozwalają na wyznaczenie jednoznacznej strategii pozwalającej na spełnienie tych kryteriów, niemniej jednak będzie ona stopniowo opracowywana.

Uważamy, że wzrosło prawdopodobieństwo koordynacji działań RPP i Ministerstwa Finansów ukierunkowanej na spełnienie kryteriów konwergencji

Podniesienie perspektywy oraz zapowiedź późniejszej podwyżki samego ratingu to pozytywna wiadomość dla obligacji (długi koniec krzywej) oraz sygnał do umocnienia złotego (z reguły jednak publikacja tego typu wiadomości przynosi jedynie krótkotrwałe, widoczne ruchy na rynku FX – w dłuższym okresie wyizolowanie wpływu wyższego ratingu na kurs złotego będzie trudne do wychwycenia, czy też odróżnienia od wpływu innych czynników). Decyzja S&P spowodowała spadek oczekiwań na podwyżki, indukowany prawdopodobnie myśleniem w kategoriach mniejszej ekspansywności polityki fiskalnej lub lepszej oceny efektywności reform strukturalnych. Jakkolwiek ruchy te są uzasadnione w przypadku długiego końca krzywej rentowności, krótki koniec powinien pozostawać pod wpływem zgoła innych czynników. **Uważamy, natomiast że wzrosło prawdopodobieństwo koordynacji działań RPP i Ministerstwa Finansów (pojawiły się pierwsze zapowiedzi konkretnego terminu przyjęcia euro) ukierunkowanej na spełnienie kryteriów konwergencji. W przypadku wysokiej inflacji (prawdopodobny jest scenariusz przebicia poziomu 5% w najbliższych miesiącach) może to skutkować szybkim wzrostem stóp procentowych do**

poziomu 6% i wyżej.

Styczniowe „Minutes” RPP

Tak jak się spodziewaliśmy percepcja i ocena zagrożeń dla inflacji została w styczniu w Radzie zaburzona poprzez słabsze odczyty danych za grudzień

Tak jak się spodziewaliśmy percepcja i ocena zagrożeń dla inflacji została w styczniu w Radzie zaburzona poprzez słabsze odczyty danych za grudzień (produkcja przemysłowa, płace) oraz sytuację na giełdach. Pojawiły się nawet głosy o zmniejszającej się presji płacowej i tylko umiarkowanej skali podwyżek płac planowanych przez przedsiębiorców na rok 2008. Zdaniem części RPP zawirowania na giełdzie, w tym GPW mogą przyczynić się do pogorszenia oczekiwań inwestorów a następnie obniżenia wzrostu w polskiej gospodarki.

Część członków Rady argumentowało również, że poziom stóp w Polsce jest relatywnie wysoki w skali regionu, a dalsze ich podnoszenie powodowałoby zwiększenie dysparytetu i aprecjację waluty.

Ciągle jednak donośne były argumenty jastrzębi podkreślających wysoki poziom bieżącej inflacji oraz przestrzegających przed dalszym wzrostem inflacji bazowej napędzanej podwyżkami cen kontrolowanych. **Wzrost cen kontrolowanych i usług zdaniem tej części Rady stwarzać będzie warunki dla pojawiania się efektów drugiej rundy i wpłynąć na oczekiwania cenowe konsumentów. W Radzie pojawiły się również głosy, że wzrost cen żywności może mieć trwały charakter ze względu na ograniczone możliwości zwiększenia podaży żywności w krótkim terminie.**

W dyskusji pojawiła się również kwestia spełnienia inflacyjnego kryterium konwergencji (w lutym prawdopodobnie średnioroczna Polska inflacja ukształtuje się powyżej wartości referencyjnej ustalonej na około 2,9%). **Cześć RPP podkreślała jednak, że działania Rady w celu trwałego spełnienia tego kryterium byłyby konieczne tylko gdy określony zostanie moment przystąpienia do strefy euro.**

Oceniamy, że percepcja Rady mogła zmienić się istotnie od czasu ostatniego posiedzenia i kolejna podwyżka może nastąpić już w lutym

Wydaje się, że w styczniu decydujące dla decyzji okazały się jednak wysokie bieżące poziomy inflacji i niemal pewne perspektywy wzrostu inflacji (wyższe ceny kontrolowane). Rada podkreśliła jednak zwiększoną niepewność co do dalszego przebiegu polityki monetarnej. Na styczniowym posiedzeniu złożono wprawdzie wniosek o 50 bps podwyżkę stóp, jednak nie uzyskał on wymaganej większości i prawdopodobnie mocno odbiegał od konsensusu. Naszym zdaniem decyzja styczniowa była również w dużej mierze wspierana oczekiwaniami rynkowymi i pewną sugerowaną wcześniej regularnością i przewidywalnością ścieżki zacieśnienia. **Oceniamy, że percepcja Rady mogła zmienić się istotnie od czasu ostatniego posiedzenia. Znacznie bardziej proinflacyjne dane za styczeń, wyższa niż oczekiwano inflacji i perspektywy jej wzrostu powodują, że postulowana w uzasadnieniu decyzji styczniowej „wyważona i stopniowa ścieżka zacieśnienia” i obawa o wzmocnienie kursu złotego mogły zejść na drugi plan i RPP zdecyduje się na kolejną podwyżkę już w lutym.**

Posiedzenie RPP, 27. lutego

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

* OIS – Overnight Index Swap

Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,5761	2,4255

EUR/USD 1,4810 EUR/JPY 159,20 EUR/PLN 3,5720 USD/PLN 2,4120

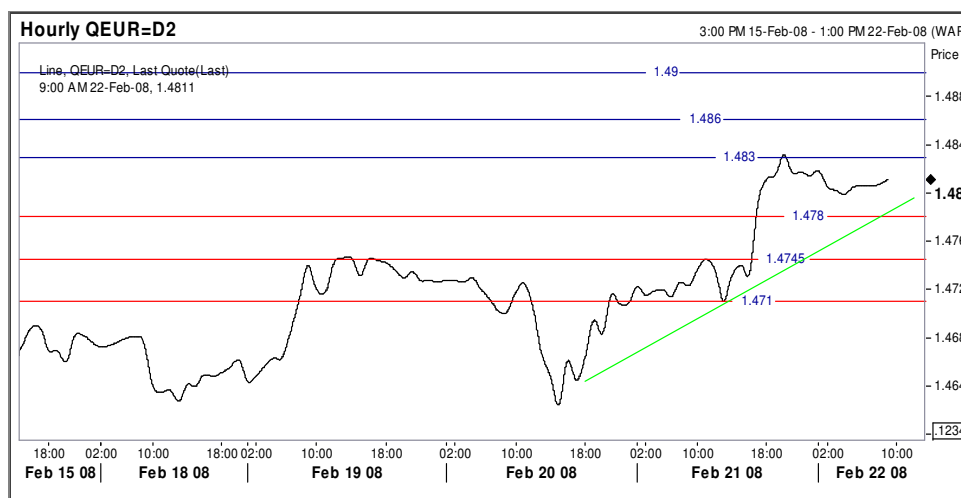
Publikacja Philly Fed (-24 pkt.) wsparła oczekiwania na kolejne obniżki stóp proc. w USA przyczyniając się do dalszej wyprzedży dolara, kurs EUR/USD zwyżkował do 1,4830.. Kontynuacja trendu sugerowałaby test poziomów oporu 1,4850/60 oraz 1,4900 EUR/USD, jednakże realizacja zysków przed w/e może przeważać.. Dziś na sentymencie może zaważyć publikacja PMI w strefie euro – zwłaszcza jeśli dane okażą się niższe od oczekiwań (perspektywa zmiany politycy ECB).

Złoty pozostaje w paśmie wahań 3,5600-3,5900 przy czym dotychczasowa realizacja zysków na długich pozycjach w PLN okazała się ograniczona, popyt na „carry” oraz poprawa nastrojów na rynkach bazowych warunkuje dalsze umocnienie (tj. przełamanie silnego poziomu wsparcia 3,5600/3,5550 EUR/PLN).

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Kontynuacja trendu może ustąpić realizacji zysków na długich pozycjach w euro (solidnym poziomem oporu wydaje się 1,4830/50). Korekta powinna być ograniczona do 1,4780/60.. umożliwiając dalsze umocnienie euro w przyszłym tygodniu (z celem ok. 1,4900/50).

wsparcie	opór
1,4780	1,4900
1,4745	1,4860
1,4710	1,4830

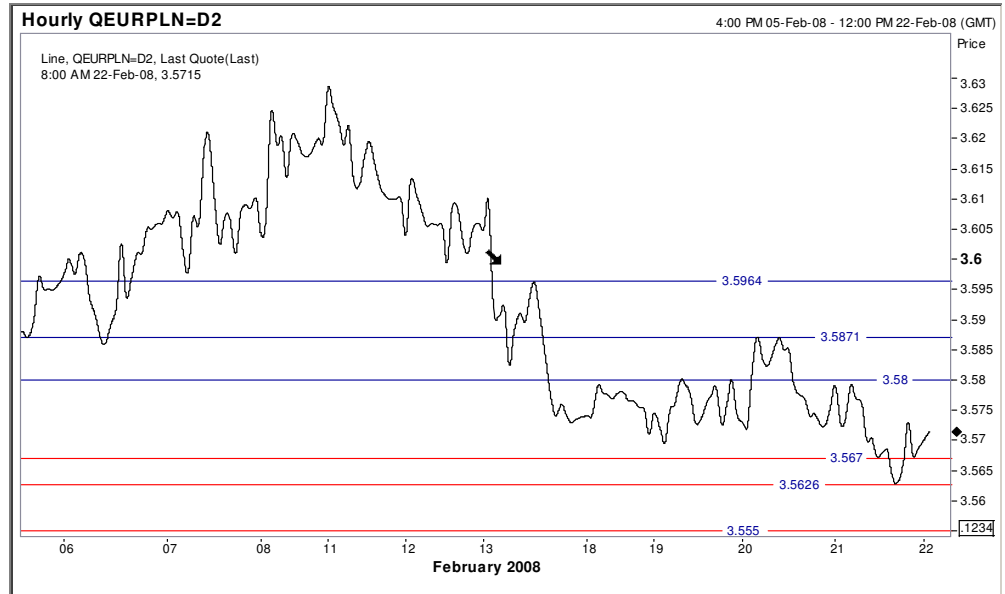


Źródło: Reuter

Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Możliwa realizacja zysków przed w/e (test poziomów oporu 3,5800/3,5870).. jednakże dopiero przełamanie 3,5965/3,60 negowałoby trend wzrostowy PLN w krótkim/średnim terminie. W przyszłym tygodniu prawdopodobny test poziomów wsparcia 3,5600/3,5550.

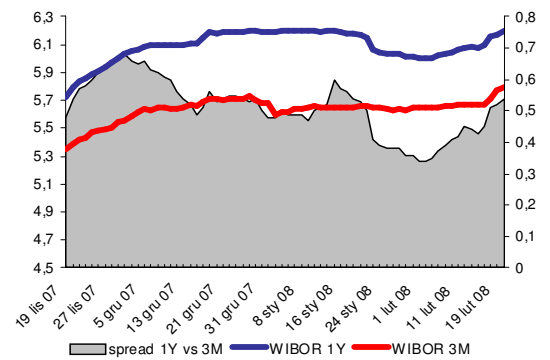
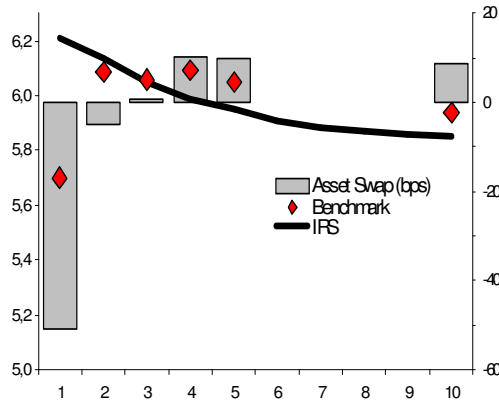
wsparcie	opór
3,5670	3,5965
3,5625	3,5870
3,5550	3,5800



Źródło: Reuters

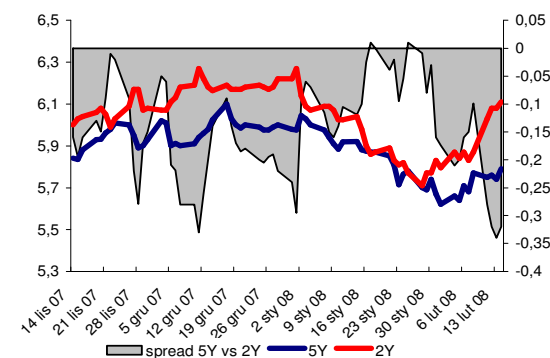
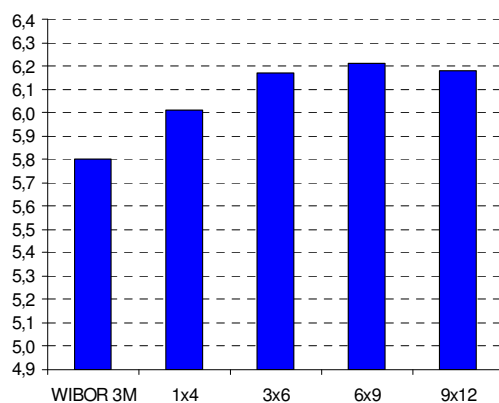
Rynek stopy procentowej, Złoty

IFS	BID	ASK
1Y	6,18	6,24
2Y	6,11	6,16
3Y	6,03	6,07
4Y	5,97	6,01
5Y	5,93	5,97
6Y	5,88	5,93
7Y	5,86	5,91
8Y	5,84	5,90
9Y	5,83	5,89
10Y	5,82	5,88



depo	BID	ASK
ON	5,23	5,39
1M	5,30	5,51
3M	5,60	5,80

FRA	BID	ASK
1x2	5,72	5,77
1x4	5,96	6,01
3x6	6,12	6,17
6x9	6,16	6,21
9x12	6,13	6,18



KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
EMU	10:00	PMI w przemyśle	Luty	-	52,3 pkt.	52,8 pkt.
EMU	10:00	PMI w usługach	Luty	-	50,2 pkt.	50,6 pkt.
EMU	11:00	Nowe zamówienia w przemyśle r/r	Grudzień	-	7,8%	11,9%

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 UPRZEDNIEGO 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 POPRZEDNIEGO 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 JAKĄKOLWIEK OSOBĘ DZIAŁAŃ LUB ZANIECHAŃ W ZWIĄZKU Z NINIEJSZYM OPRACOWANIEM JEST WYŁĄCZONA. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRZEDNIĄ PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.