



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

**poniedziałek, 31 marca 2008**

STRON: 5

### Kalendarium danych

Polska i dane z zagranicy o potencjalnym wpływie na rynek krajowy

PONIEDZIAŁEK 31.03	
11:00	<b>(EMU) Inflacja HICP flash [marzec];</b> konsensus <b>3,3% r/r</b> , poprzednio <b>3,3% r/r</b> <i>Ostatnie wypowiedzi J-C. Trichet sugerują, że jeszcze przez wiele miesięcy inflacja będzie się utrzymywać powyżej celu EBC. Obserwowany garb na inflacji staje się tym samym niebezpieczny w kontekście oczekiwań płacowych, a właśnie ich najbardziej obawia się EBC. Obniżki możliwe są dopiero w drugiej połowie roku, gdy pojawią się symptomy spowolnienia tempa wzrosty cen i całej gospodarki. Nie jest to jednak w dalszym ciągu scenariusz pewny.</i>
14:00	<b>(HUN) Decyzja Narodowego Banku Węgier;</b> konsensus <b>7,75%</b> , poprzednio <b>7,50%</b>
15:45	<b>(USA) Chicago PMI [marzec];</b> konsensus <b>46,5 pkt.</b> , poprzednio <b>44,5 pkt.</b>
WTOREK 1.04	
10:00	<b>(POL) Prognoza inflacji MinFin[marzec];</b> prognoza BRE (odczyt GUS) <b>4,1% r/r</b> , poprzednio <b>4,2% r/r</b> <i>Roczny odczyt inflacji bazowej tymczasowo obniży się (brak podwyżek cen kontrolowanych, umiarkowane wzrosty cen żywności i względnie wysokie podwyżki cen paliw). Oczekujemy wzrostu inflacji bazowej do 2,6% z 2,5% podanych w odczycie za luty. Inflacja CPI (bazowa i headline) zacznie znowu rosnąć począwszy od kwietnia, kiedy wkroczymy w kolejną fazę deregulacji cen kontrolowanych.</i>
10:00	<b>(EMU) PMI w przemyśle, final [marzec];</b> konsensus <b>51,0 pkt.</b> , poprzednio <b>51,3 pkt.</b> <i>Odczyt dla przemysłu i usług to tylko potwierdzenie wcześniejszych szacunków. Publikacje powinny zatem przejść bez echa.</i>
16:00	<b>(USA) ISM w przemyśle [marzec];</b> konsensus <b>47,9 pkt.</b> , poprzednio <b>48,3 pkt.</b> <i>Dane dotyczące nowych zamówień w zakresie dóbr trwałych wskazują wyraźnie, że przetwórstwo przemysłowe przeżywa obecnie lekką zapaść. Znajduje to wyraźne odbicie w zatrudnieniu i niskich szacunkach PKB w pierwszej połowie roku.</i>
ŚRODA 2.04	
15:30	<b>(USA) Przemówienie B. Bernanke w Kongresie przed Joint Economic Committee</b>
16:00	<b>(USA) Zamówienia w przemyśle [luty];</b> konsensus <b>0,7% m/m</b> , poprzednio <b>2,3% m/m</b>
CZWARTEK 3.04	
10:00	<b>(EMU) PMI w usługach, final [marzec];</b> konsensus <b>51,7 pkt.</b> , poprzednio <b>51,7 pkt. (p)</b>
14:30	<b>(USA) Nowo zarejestrowani bezrobotni [tydz. do 21.03];</b>
16:00	<b>(USA) ISM w usługach [marzec];</b> konsensus <b>48,8 pkt.</b> , poprzednio <b>49,3 pkt.</b> <i>Główny sektor amerykańskiej gospodarki znajduje się cały czas w tendencji spadkowej i prawdopodobnie nie dojdzie do znacznego odwrócenia tej tendencji dopóki nie ustabilizuje się sytuacja na rynkach kredytowych i na rynku domów.</i>
PIĄTEK 4.04	
14:30	<b>(USA) Non-farm payrolls [luty];</b> konsensus <b>-48 tys.</b> , poprzednio <b>-63 tys.</b> <i>Wyjątkowo wysokie dane o liczbie nowo-zarejestrowanych bezrobotnych oraz duża liczba osób kontynuujących pobieranie zasiłku wskazują, że rynek pracy znajduje się w coraz gorszym stanie. Słabe perspektywy zatrudnienia są również odzwierciedlone w indeksach ISM. Wyższy spadek zatrudnienia będzie ostatecznym potwierdzeniem, że gospodarka znajduje się w recesji, chociaż na oficjalny komunikat NBER w tym zakresie trzeba będzie jeszcze poczekać.</i>
14:30	<b>(USA) Stopa bezrobocia [luty];</b> konsensus <b>5,0%</b> , poprzednio <b>5,0%</b>

## Makroekonomia

### Kolejna podwyżka stóp już w kwietniu?

*Oceniamy, że dane publikowane w kwietniu (zwłaszcza dane o płacach) nie powinny zmienić oceny sytuacji gosp. w oczach RPP, stąd decyzja o kolejnej podwyżce już na kwietniowym posiedzeniu wydaje się obecnie najbardziej prawdopodobnym scenariuszem.*

Takie rozwiązanie zostało zasugerowane w piątkowym wywiadzie z prof. Nogą. Członek RPP podkreślił, że stopa bazowa na poziomie 5,75% jest za niska by sprowadzić inflację do celu i, jak zaznaczył, należałoby podnieść stopy już w kwietniu o 25 pb. Czynnikiem przemawiającym za szybką podwyżką jest nadmierny wzrost płac i obawa o efekty drugiej rundy. Członek RPP podkreśla jednak, że część czynników wpływających na inflację (ceny paliw, ceny kontrolowane i ceny żywności są poza oddziaływaniem RPP). Z punktu widzenia prowadzenia przyszłej polityki pieniężnej istotne jest jednak stwierdzenie prof. Nogi, że dotychczasowe podwyżki stóp nie zagroziły wzrostowi gospodarczemu i nie nastąpił jeszcze proces dostosowawczy w sferze realnej, który miałby zmniejszać presję popytową na ceny. Diagnoza ta jest o tyle istotna, że RPP nie musi już dziś rozstrzygać dylematu, czy ważniejszy jest wzrost, czy stabilizacja cen (czyli ustawowy cel Rady).

Oceniamy, że dane publikowane w kwietniu (zwłaszcza dane o płacach) nie powinny zmienić oceny sytuacji gosp. w oczach RPP, stąd decyzja o kolejnej podwyżce już na kwietniowym posiedzeniu wydaje się obecnie najbardziej prawdopodobnym scenariuszem. Szybka podwyżka zmniejszałaby ryzyko konieczności podwyższania stóp w sytuacji, gdy ECB zdecyduje się na obniżki stóp.

### Stabilizacja inflacji bazowej PCE i spadek wydatków konsumentów w USA

*Tempo wzrostu wydatków konsumpcyjnych wyniosło 0,1% w ujęciu miesięcznym, najniższe od wielu miesięcy – oznacza to stagnację w ujęciu realnym na przestrzeni miesiąca oraz wzrost o 1,7% w ciągu roku.*

Inflacja PCE w ujęciu bazowym ustabilizowała się w lutym na poziomie 2,0% r/r a odczyt w ujęciu miesięcznym wyniósł 0,1% - najmniej od wielu miesięcy. Indeks liczony z pełnego koszyka zmniejszył się w lutym do 3,4% r/r z 3,5% zanotowanych w styczniu i grudniu. Dochody osobiste amerykańców wzrosły w ujęciu miesięcznym o 0,5%, najszybciej od lipca 2007 roku; o tyle samo zmieniły się dochód rozporządzalny. Dochód rozporządzalny w ujęciu realnym wzrósł o 0,3% m/m oraz zaledwie o 1,3% w ujęciu rocznym (średnia z ostatnich 6 miesięcy na poziomie 2,6%).

Wciąż duże wzrosty cen (oraz wysoki poziom cen absolutnych) skłaniają konsumentów do zmniejszania dynamiki konsumpcji. Tempo wzrostu wydatków konsumpcyjnych wyniosło 0,1% w ujęciu miesięcznym, najniższe od wielu miesięcy – oznacza to stagnację w ujęciu realnym na przestrzeni miesiąca oraz wzrost o 1,7% w ciągu roku.

Po dużym spadku zaufania konsumentów sygnalizowanym przez indeks Michigan, konkurencyjny Conference Board wprowadził obniżki, jednak nie aż tak gwałtownie. W najbliższym czasie dojdzie prawdopodobnie do dalszego wzrostu pesymizmu konsumentów i dalszego ograniczenia wydatków. Główną przyczyną tego zjawiska będzie pogarszająca się sytuacja na rynku pracy (rynek pracy reaguje z opóźnieniem w wahaniach cyklu koniunkturalnego) oraz spadek dochodów z pracy. Obniżki rynkowych stóp procentowych (powolne rozwiązanie problemu płynności i kolejne 1-2 obniżki Fed) będą stopniowo zwiększać możliwości refinansowe konsumentów, co przyczyni się do powolnego odbudowania wydatków. Dodatkowym impulsem będzie wprowadzenie w życie pakietu fiskalnego (ankiety pokazują, że gospodarstwa domowe planują wydać średnio około 1/3 ulgi podatkowej, a resztę przeznaczyć na spłatę zadłużenia).

## Posiedzenie RPP, 30. kwietnia

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

\* OIS – Overnight Index Swap

## Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,5270	2,2363

EUR/USD 1,5790 EUR/JPY 157,25 EUR/PLN 3,5225 USD/PLN 2,2310

W czasie piątkowej sesji dolar pozostał stabilny wobec euro, oscylując wokół poziomu 1,58. Istotniejsze zmiany zanotowano na kursie USD/JPY. Początek sesji dalekowschodniej przyniósł duży popyt na japońską walutę przeciągając jej kurs względem dolara do poziomu 98, 8. W trakcie sesji pojawiły się jednak bardziej masywne zlecenia sprzedaży jena i kurs powrócił w okolice 100, co jak się przypuszcza będzie nowym średniookresowym poziomem równowagi na USD/JPY. W tym tygodniu uwaga inwestorów zwrócona na dane z amerykańskiego rynku pracy. Oceniamy, że dolar powróci do poziomów 1,59 wobec euro.

Złoty pozostał stabilny w stosunku do euro, oscylując wokół poziomu 3,5180. Dziś prawdopodobna dalsza faza konsolidacji polskiej waluty przed prognozą MinFinu, która to ustawi na kilka dni również nastroje na rynku stopy procentowej. Ryzykiem dla złotego pozostaje prawdopodobna rekonstrukcja rządu na Węgrzech i ewentualne osłabienie forinta (korelacja pomiędzy walutami regionu jest nadal znacząca).

## Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Możliwa realizacja zysków na krótkich pozycjach w USD, kluczowym poziomem wsparcia w krótkim terminie jest 1,5740/25.. Pierwszym celem korekty byłoby 1,5670/50.

wsparcie	opór
1,5740	1,5885
1,5670	1,5850
1,5580	1,5815

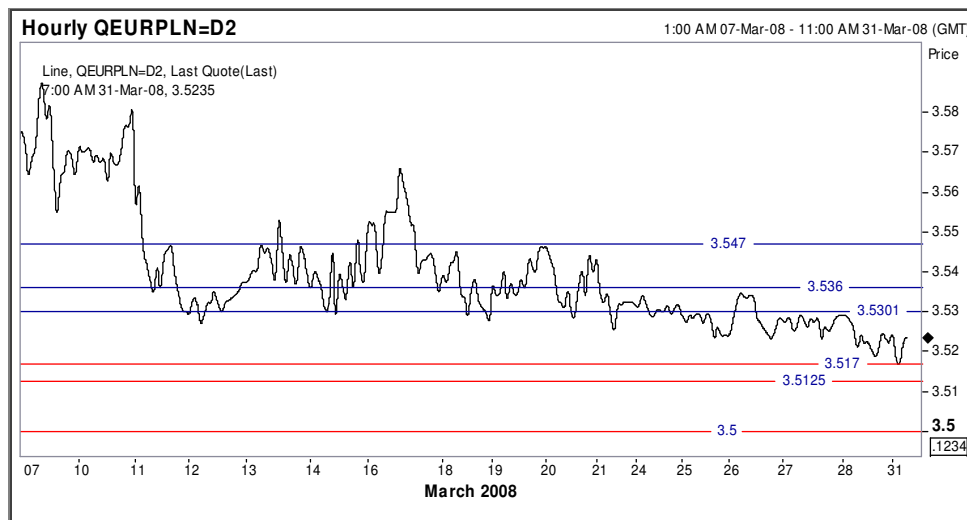


Źródło: Reuter

## Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Kurs EUR/PLN dryfuje w stronę 3,5125/3,50.. jednakże rośnie prawdopodobieństwo realizacji zysków na długich pozycjach w PLN. Silne poziomy oporu ok. 3,5470/3,5550.

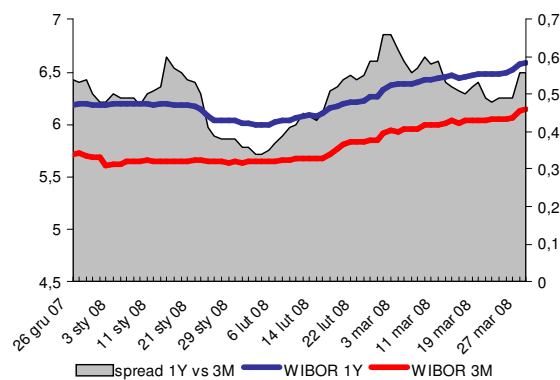
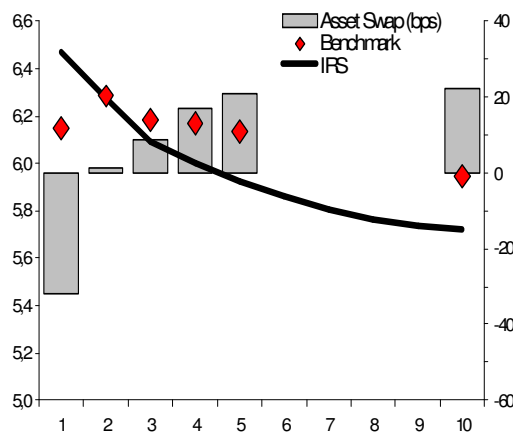
wsparcie	opór
3,5170	3,5470
3,5125	3,5360
3,5000	3,5300



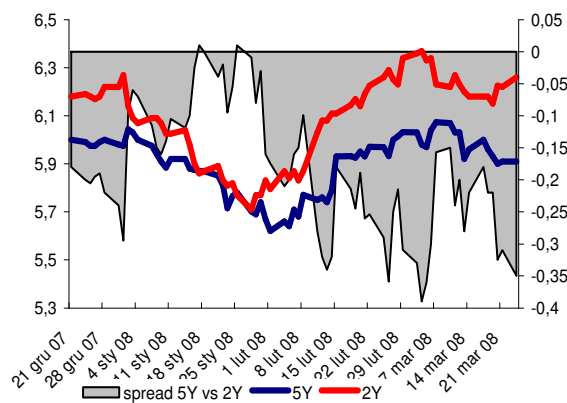
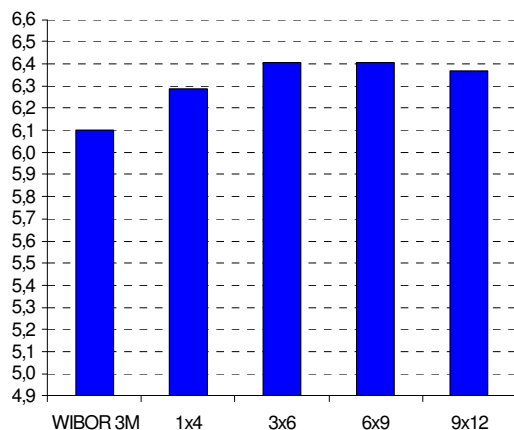
Źródło: Reuters

## Rynek stopy procentowej, Złoty

IFS	BID	ASK
1Y	6,44	6,50
2Y	6,26	6,30
3Y	6,08	6,12
4Y	5,98	6,02
5Y	5,91	5,95
6Y	5,84	5,88
7Y	5,79	5,83
8Y	5,75	5,79
9Y	5,72	5,76
10Y	5,71	5,75



depo	BID	ASK
ON	5,75	5,95
1M	5,80	6,00
3M	6,00	6,10
FRA	BID	ASK
1x2	6,02	6,07
1x4	6,24	6,29
3x6	6,36	6,41
6x9	6,36	6,41
9x12	6,31	6,37



## 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, WSPÓLPRACOWNIKÓW, 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 PISEMNIĄ ZGODĄ AUTORÓW.