



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, 4 kwietnia 2008**

STRON: 3

Makroekonomia

Prognozy inflacji członków RPP i scenariusz preferowany przez Ministerstwo Finansów

Obecny scenariusz bazowy zakłada szczyt inflacji w sierpniu a następnie zejście pod koniec roku w okolice 4%. Uważamy, że w wyniku wystąpienia wtórnych efektów inflacji przedstawiona ścieżka może być wyższa a inflacja nie zacznie szybko spadać.

D. Filar uważa, że szczyt inflacji wypadnie w sierpniu, a następnie będzie ona łagodnie spadać osiągając 3,7-3,8% pod koniec roku. Przez najbliższe kilka miesięcy tempo wzrostu cen ustabilizuje się na poziomie nieco wyższym niż 4%. D. Filar preferuje realną stopę procentową na poziomie 2%, co oznacza zielone światło do podwyżki oprocentowania już w kwietniu. Podobny pogląd na inflację prezentuje M. Noga. Jego ścieżkę należy uznać mimo wszystko za mniej optymistyczną, gdyż spodziewa się on inflacji na poziomie 4% pod koniec roku, a zejście do dopuszczalnego przedziału wahań może nastąpić dopiero na początku roku 2010.

D. Filar sądzi, że RPP powinna dołożyć wszelkich starań, żeby komunikaty RPP przygotowały uczestników rynku na wyłącznie przejściowy wzrost inflacji w sierpniu. **W chwili obecnej scenariusz przedstawiony przez tych członków RPP (będący prawdopodobnie odbiciem ścieżki przygotowanej w departamentach analitycznych NBP) jest tożsamy z bazowym scenariuszem rynkowym. Uważamy jednak, że scenariusz ten nie uwzględnia w pełni wtórnych efektów inflacji, które mogą sprawić, że wzrost inflacji nie będzie miał charakteru tymczasowego.** Tym samym RPP może być zmuszona do przyjęcia innej postawy od tej, którą stara się w tej chwili przekazać uczestnikom rynku.

Ścieżka inflacji prezentowana przez Ministerstwo Finansów nie odbiega od przygotowanej przez NBP. Jej ocena przeprowadzana jest jednak głównie pod kątem inflacyjnego kryterium konwergencji. Posłużmy się w tym przypadku słowami J. Rostowskiego: "Przewidujemy, że przez jakiś okres przestaniemy spełniać kryterium inflacyjne, ale **przy zdeterminowanej polityce ze strony NBP pod koniec tego roku, albo na pewno już w przyszłym roku powinniśmy znowu je spełniać**". Szczególnie interesująca wydaje się końcówka tej wypowiedzi (pogrubiona). Może to oznaczać, że nasze wcześniejsze przypuszczenia o możliwości pewnego rodzaju umowy pomiędzy RPP i rządem nie są do końca bezpodstawne.

Mieszane dane z gospodarki amerykańskiej

Opublikowany wczoraj indeks ISM dla usług był kolejną w tym tygodniu miłą niespodzianką ze Stanów Zjednoczonych. Wbrew oczekiwaniom indeks wzrósł do poziomu 49,6 pkt z 49,3% zanotowanych miesiąc temu (odczyty poniżej 50 wskazują na spowolnienie gospodarcze, zaś odczyty zbliżone do 40 punktów występowały do tej pory w okresie recesji). Poszczególne składowe indeksu wskazują już od wielu miesięcy na znaczny wzrost cen. Nowymi tendencjami są natomiast znaczny wzrost nowych zamówień, w tym zamówień

Z danych publikowanych w ostatnim okresie wyłania się dość nietypowy obraz recesji/spowolnienia w USA: dość silna sfera produkcyjna i usług przy dość istotnym osłabieniu rynku pracy, co jednak naszym zdaniem przełoży się na ograniczenie wydatków konsumentów.

eksportowych. Co ciekawe wzrósł również subindeks ujmujący zmiany importu. Podsumowując dane o ISM wskazywałyby więc raczej na obecnie trwające spowolnienie niż recesję gospodarki amerykańskiej.

Znacznie bardziej pesymistyczny obraz gospodarki amerykańskiej wyłania się z publikacji danych o nowozarejestrowanych bezrobotnych. Wskaźnik ten wzrósł do poziomu 407 tys. Z 369 tys. zanotowanych w ubiegłym tygodniu. Tym samym średnia czterotygodniowa wyniosła 374 tys., wobec 358 tys. zanotowanych tydzień wcześniej. Pomimo iż dane mogły być zaburzone poprzez strajki i masowe zwolnienia w sektorze samochodowym niewątpliwie dane zbliżyły się do granicy 400 tys. powszechnie utożsamianej z recesją. **Dziś inwestorzy będą szukali potwierdzenia pogarszającej się sytuacji na rynku pracy, a więc zapowiedzi spadku konsumpcji w danych o zmianie zatrudnienia poza rolnictwem i stopie bezrobocia (oczekiwania odpowiednio -48 tys. i 5,0%).**

Z danych publikowanych w ostatnim okresie wyłania się dość nietypowy obraz recesji/spowolnienia w USA: dość silna sfera produkcyjna i usług przy dość istotnym osłabieniu rynku pracy, co jednak naszym zdaniem przełoży się na ograniczenie wydatków konsumentów.

Posiedzenie RPP, 30. kwietnia

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone według krzywej OIS*)
Podwyżka o 25 bps	60%
Stopy bez zmian	40%
Obniżka o 25 bps	0%

* OIS – Overnight Index Swap

Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,4815	2,2315

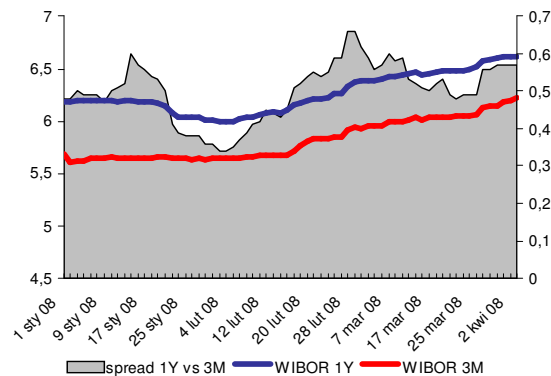
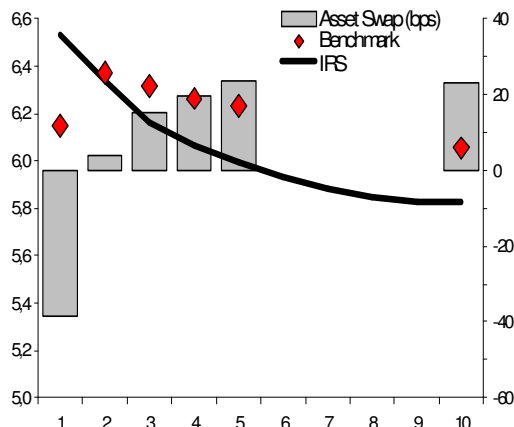
EUR/USD 1,5660 EUR/JPY 160,4 EUR/PLN 3,4753 USD/PLN 2,2199

Dolar pozostał stabilny, rozpoczęła się konsolidacja przed dzisiejszą publikacją danych o zatrudnieniu i bezrobociu dla USA. Pesymistyczne przewidywania odnośnie sytuacji na rynku pracy przyczyniły się również do ponownego wzrostu oczekiwań na obniżki stóp i powrotu dolara do poziomów powyżej 1,5600 wobec euro.

Czwartek przyniósł ponownie wzmocnienie złotego. Choć było ono mniej gwałtowne niż wtorkowe i środowe, złoty przełamał poziom 3,48 i prawdopodobnie może testować poziom 3,4700 (choć ryzyko przełamania tego poziomu wydaje się być obecnie już niewielkie). Ryzykiem dla złotego jest dziś publikacja danych o rynku pracy w USA i ponowny wzrost awersji do ryzyka. Osłabienie złotego może przynieść również dalszy etap wyprzedaży polskich obligacji.

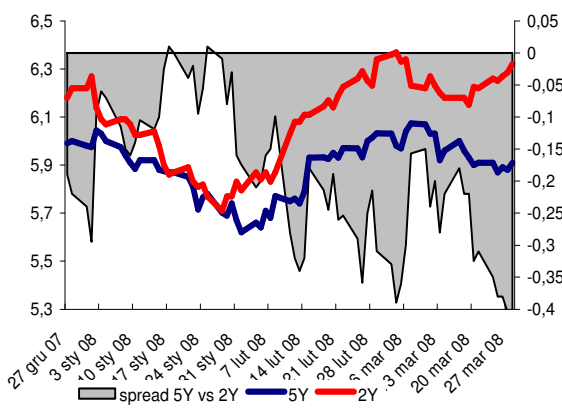
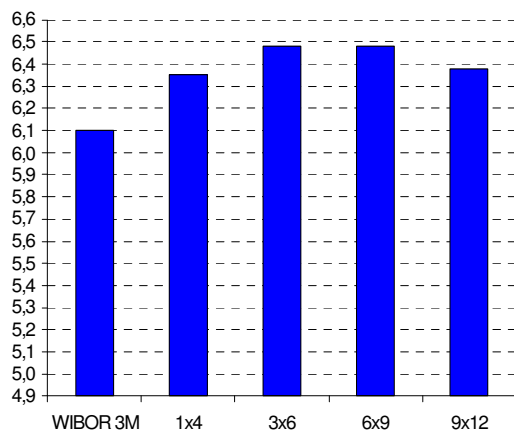
Rynek stopy procentowej, Złoty

IFS	BID	ASK
1Y	6,52	6,55
2Y	6,32	6,35
3Y	6,15	6,17
4Y	6,05	6,08
5Y	5,98	6,01
6Y	5,92	5,95
7Y	5,87	5,90
8Y	5,84	5,86
9Y	5,81	5,84
10Y	5,80	5,85



depo	BID	ASK
ON	5,65	5,85
1M	5,75	5,85
3M	6,00	6,10

FRA	BID	ASK
1x2	6,10	6,17
1x4	6,30	6,35
3x6	6,42	6,48
6x9	6,42	6,48
9x12	6,33	6,38



KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPRIEDNIO
USA	14:30	Non-farm payrolls	marzec	-	-48 tys.	-63 tys.
USA	14:30	Stopa bezrobocia	marzec	-	5,0%	5,0%

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 UPRIEDZIEGO 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 UPRIEDZONĄ PISEMNO ZGODĄ AUTORÓW.