



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

Makroekonomia

Trzy jastrzębie wypowiedzi członków RPP

Podwyżki cen kontrolowanych oraz presja ze strony rosnących wynagrodzeń nie pozwolą na szybkie zejście inflacji do celu. Z tego powodu nie uważamy obniżek stóp procentowych w 2009 roku (zwłaszcza w 75 punktowej skali oczekiwanej przez rynek) za prawdopodobne – zwłaszcza w kontekście dążeń do przystąpienia do EMU.

Wszystko zaczęło się od porannego wywiadu z prof. Sławińskim. Pomimo wyraźnego unikania odpowiedzi na najbardziej „strategiczne” pytania przyznał, że RPP będzie kontynuować zacieśnienie monetarne. Wskazał również na fakt, że **jednorazowe podwyżki cen kontrolowanych podnoszą wskaźnik inflacji na co najmniej rok w ten sposób, że przez ten okres media mogą eksponować kwestię wysokiej inflacji, co z kolei może mieć wpływ na oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych** (do tego dochodzi wyższa inflacja odczuwalna). Profesor wskazał też na możliwość kontynuacji deregulacji w przyszłym roku (pisaliśmy już o kwestii uwolnienia cen energii elektrycznej, porównując ją do deregulacji rynku paliw).

Po południu pojawił się wywiad z prof. Wojtyną, w którym zaznaczył on, że **nie zmieniły się czynniki (Polska nie ucierpi znacząco w związku ze spowolnieniem w USA, inflacja natomiast jest w trendzie rosnącym), które przemawiały za podwyżką stóp w marcu**. To z kolei uzasadniałoby kolejną szybką podwyżkę stóp procentowych.

Na koniec dnia ukazał się również obszerny wywiad z prof. Filarem, w którym pojawił się nowy przedział dla przyszłego poziomu stopy referencyjnej. **Filar, jak to określił, bazując na regule Taylora widziałby wzrost stopy bazowej do poziomu 6,0-6,5%. Jako czynniki wzmagające zagrożenia dla stabilności cen wskazał on przyspieszenie popytu konsumpcyjnego oraz wzrost płac, który przewyższył wcześniejsze prognozy RPP. Jako bezpieczne tempo wzrostu płac ponownie prof. Filar podał poziom 6,5%r/r**. Podkreślił również, że rola wzmacniającego się złotego jest w obecnej chwili pozytywna, gdyż pozwala on zneutralizować wzrosty cen surowców, w tym ropy naftowej na rynkach światowych. Jego zdaniem struktura wzrostu cen w Polsce powoduje, że inflacja spadać będzie bardzo wolno i do przedziału 2,5-3,5% powróci dopiero w drugiej połowie 2009 roku.

W wywiadzie z prof. Filarem pojawiło się także stwierdzenie, że publiczne potwierdzenie rządowej strategii szybkiego wejścia do strefy euro stwarza zobowiązanie dla RPP do równoległego działania wspierającego spełnienie kryterium inflacyjnego. **Stwierdzenie to potwierdza sformułowaną przez nas na początku tego roku hipotezę o pojawieniu się nowego średniookresowego celu dla polityki monetarnej (kryterium z Maastricht). Bezpośrednim skutkiem takiego współdziałania RPP i MinFinu powinny być szybsze i bardziej agresywne podwyżki stóp (uważamy, że na kolejną podwyżkę RPP zdecyduje się już w kwietniu).**

Jeszcze kilka miesięcy temu scenariusz przedstawiany przez Filara był uważany za swego rodzaju scenariusz ostrzegawczy, teraz jesteśmy świadkami jego realizacji. Dodatkowo uważamy, że (biorąc pod uwagę naturę wzrostu inflacji, jak również wolę szybszego wejścia do strefy euro) RPP nie zdecyduje się szybko na obniżki stóp. Stąd wyceniane obecnie przez rynek obniżki stóp o 75 pb w 2009 nie wydają nam się bardzo prawdopodobne.

Stopy procentowe EBC bez zmian – zgodnie z oczekiwaniami

Oczekujemy, że EBC zacznie obniżać stopy procentowe nie wcześniej niż w drugiej połowie roku (z wskazaniem na późniejsze miesiące).

Na wczorajszym posiedzeniu Europejski Bank Centralny nie zmienił stóp procentowych, natomiast komunikat ogłoszony po decyzji należy uznać za neutralny. Z jednej strony J-C. Trichet podkreślił obecne niebezpieczeństwo utrwalenia się wyższej presji inflacyjnej w krótkim okresie (ton komunikatu w tym przypadku nie dziwi skoro ostatni odczyt inflacji HICP ukształtował się na poziomie 3,5%), co należy również rozumieć jako niebezpieczeństwo rozkręcenia spirali płacowo-cenowej. Prezes EBC podkreślił także, że mimo trwającego *credit crunch* banki nie ograniczyły strumienia kredytów płynących do gospodarstw domowych i firm. Z drugiej strony podkreślony został fakt, że kryzys finansowy może trwać dłużej niż pierwotnie przewidywano a niepewność obecnych prognoz wzrostu gospodarczego jest w tym przypadku „niezwykle wysoka”.

Oczekujemy, że EBC zacznie obniżać stopy procentowe nie wcześniej niż w drugiej połowie roku (z wskazaniem na późniejsze miesiące). **Do tej pory obniżenie perspektyw wzrostu gospodarczego nie będzie na tyle znaczne, aby uzasadniać obniżki stóp procentowych w obliczu wciąż wysokiej inflacji i niebezpieczeństwa utrwalenia oczekiwań inflacyjnych** (przy spłaszczonej krzywej Philipsa, charakterystycznej prawdopodobnie dla krajów strefy euro, kanał oddziaływania oczekiwań inflacyjnych jest daleko bardziej efektywny niż otwierająca się luka popytowa).

Bank Anglii tnie stopy pomimo niekorzystnych perspektyw inflacji

Oczekujemy w najbliższym czasie dalszych obniżek kosztów kredytu, jednak mogą być one trudne do uzasadnienia w obliczu rosnącej inflacji – możliwe jest zatem przesunięcie w kierunku działań płynnościowych.

Wczoraj decyzja nie była zaskoczeniem dla rynku, choć dylematy przed którymi stoi BoE (inflacja przekraczająca 2% i możliwość jej dalszego wzrostu w średnim terminie) zwiększyły w sposób znaczny dyspersję oczekiwań analityków (od braku zmiany oprocentowania do obniżki o 50 pb.). **Decyzja została uzasadniona rosnącymi napięciami na rynkach finansowych, które prowadzą do pogorszenia warunków kredytowania dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.** Najnowsze prognozy Międzynarodowego Funduszu Walutowego wskazują, że spowolnienie tempa wzrostu PKB może być największe od dekady (niektórzy progności są nawet bardziej pesymistyczni). Z tego powodu cięcie stóp uznano za uzasadnione, nawet w obliczu przejściowo rosnącej inflacji.

Oczekujemy w najbliższym czasie dalszych obniżek kosztów kredytu. Z uwagi jednak z poważne problemy płynności, z którymi boryka się brytyjski sektor bankowy, cięcie oprocentowania będzie musiało być znaczne, chyba że BoE zintensyfikuje operacje płynnościowe. Istnieją ważne przesłanki ku temu, że BoE będzie miał poważne problemy z uzasadnieniem dalszych obniżek oprocentowania, gdy inflacja będzie w dalszym ciągu rosła. **Z tego powodu można się spodziewać, że następnym krokiem w polityce pieniężnej może być przeniesienie uwagi na operacji płynnościowe, podobnie jak w przypadku Fed.**

Zaskakujące dane z USA?

W lutym nieoczekiwanie odnotowano pogorszenie salda bilansu handlowego do -62,3 mld USD (oczekiwania rynkowe -58 mld USD). Niespodzianka wynikała głównie ze znacznego przyspieszenia importu, który wzrósł aż o 3,1% w ujęciu miesięcznym, podczas gdy eksport „zaledwie” o 2%. **Co ciekawe, import nie był wiedziony przez wysokie ceny ropy**

Duży wzrost importu jest trudny do pogodzenia z powolną ekspansją wydatków i niskim sentymentem.

naftowej, lecz dużą absorpcję towarów. Jest to sytuacja dość trudna do pogodzenia ze słabymi wydatkami konsumentów i niskim sentymentem. Wzrost importu można natomiast tłumaczyć po części efektem j-curve, który przy sztywnym popycie i deprecjacji dolara prowadzi chwilowo do wzrostu wolumenu importu. W kontekście rachunków narodowych możemy liczyć na mniejszą kontrybucję eksportu netto w I kwartale.

Zaskoczyły również dane z rynku pracy; po dużym wzroście liczby bezrobotnych dwa tygodnie temu, obecnie odnotowaliśmy istotną korektę w dół tego wskaźnika; niemniej jednak 4-ro tygodniowa średnia uplasowała się na nieco wyższym poziomie niż przed tygodniem osiągając 378 tyś. Mimo dużej zmienności tygodniowych danych z rynku pracy, trend wykreślany przez bardziej stabilne miesięczne średnie jest jasny – liczba osób po raz pierwszy ubiegających się o zasiłek cały czas rośnie; rośnie także liczba osób, które kontynuują pobieranie tego typu świadczeń. W najbliższym czasie należy się spodziewać dalszego obniżenia zatrudnienia i zwiększenia liczby bezrobotnych. **Trend prawdopodobnie zostanie odwrócony dopiero pod koniec lub na początku 2009 roku, gdyż rynek pracy reaguje z opóźnieniem w stosunku do tempa wzrostu gospodarki.**

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 |
| 3,4520 | 2,1755 |

EUR/USD 1,5775 EUR/JPY 160,42 EUR/PLN 3,4235 USD/PLN 2,1726

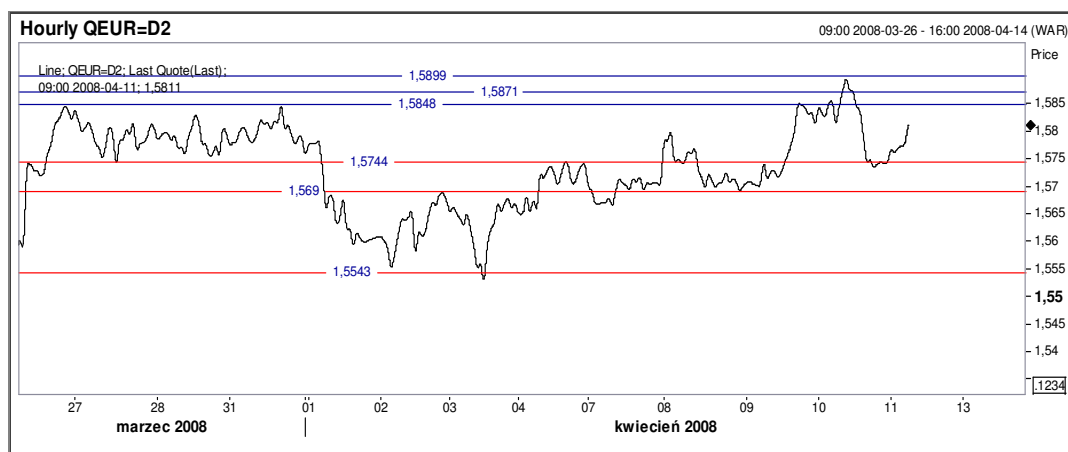
Początek sesji okazał się mało pomyślny dla amerykańskiej waluty. Brak obniżki stóp przez ECB wywindował kurs dolara do poziomu 1,5912 wobec euro. Dobre otwarcie amerykańskiej giełdy i nieco lepsze dane o nowych bezrobotnych umożliwiły powrót kursu EUR/USD do przedziału 1,57-1,58. Sesja dalekowschodnia przyniosła ponowne osłabienie amerykańskiej waluty.

Złoty przy stosunkowo małych obrotach pokonał psychologiczny poziom 3,45 przesuwając się poniżej poziomu 3,43. Nie wydaje się, nam, aby w najbliższym okresie pochod złotego został zatrzymany. Aprecjacji sprzyjać powinny również oczekiwania na szybsze podważ stóp proc. i nadal solidne fundamenty polskiej gospodarki. Bardziej znaczącej korekty spodziewalibyśmy się dopiero w II połowie 2008.

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Prawdopodobne ponowne testowanie poziomu 1,5900

| wsparcie | opór |
|----------|--------|
| 1,5740 | 1,5848 |
| 1,5690 | 1,5870 |
| 1,5540 | 1,5900 |

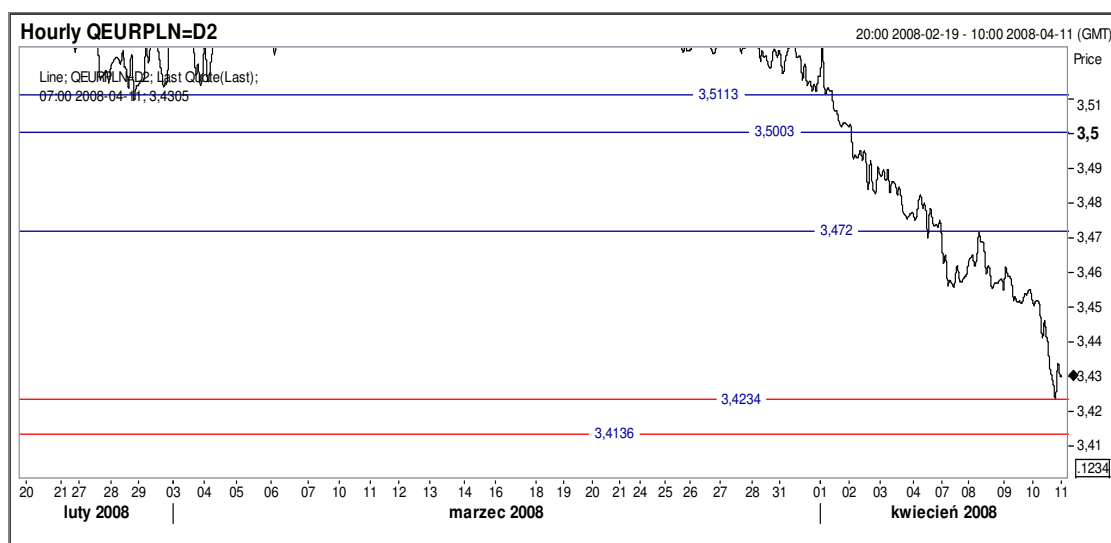


Źródło: Reuter

Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Złoty zmierza w stronę kolejnego psychologicznego poziomu 3,4000 wobec euro.

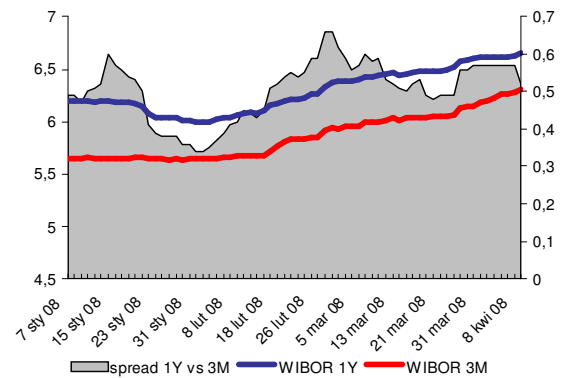
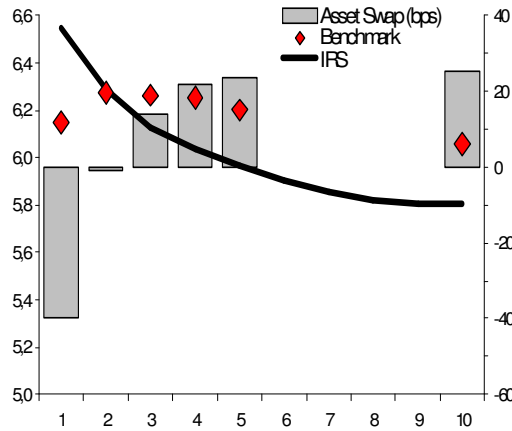
| wsparcie | opór |
|----------|--------|
| 3,4300 | 3,5100 |
| 3,4150 | 3,5000 |
| 3,4000 | 3,4700 |



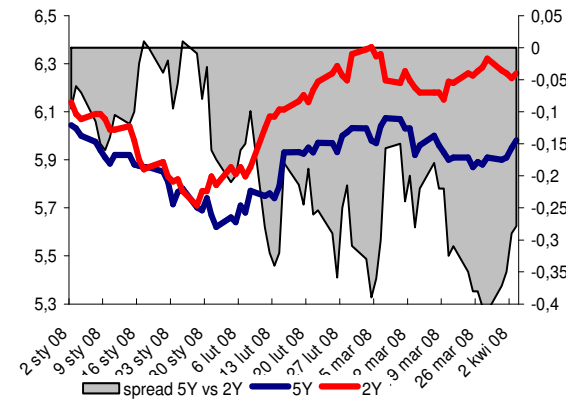
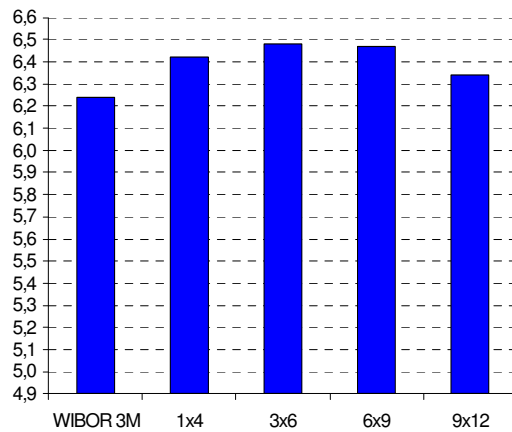
Źródło: Reuters

Rynek stopy procentowej, Złoty

| IFS | BID | ASK |
|-----|------|------|
| 1Y | 6,53 | 6,58 |
| 2Y | 6,27 | 6,31 |
| 3Y | 6,11 | 6,15 |
| 4Y | 6,02 | 6,06 |
| 5Y | 5,95 | 5,99 |
| 6Y | 5,88 | 5,93 |
| 7Y | 5,83 | 5,88 |
| 8Y | 5,80 | 5,85 |
| 9Y | 5,78 | 5,83 |
| 10Y | 5,78 | 5,83 |



| depo | BID | ASK |
|------|------|------|
| ON | 5,76 | 5,96 |
| 1M | 5,96 | 6,16 |
| 3M | 6,14 | 6,24 |
| FRA | BID | ASK |
| 1x2 | 6,19 | 6,24 |
| 1x4 | 6,37 | 6,42 |
| 3x6 | 6,45 | 6,48 |
| 6x9 | 6,44 | 6,47 |
| 9x12 | 6,29 | 6,34 |



| KRAJ | GODZINA | WSKAŹNIK | ZA OKRES | BRE | KONSSENSUS | POPRIEDNIO |
|------|---------|------------------|----------|-----|------------|------------|
| HUN | 9:00 | Inflacja CPI r/r | marzec | - | | 6,9% |
| USA | 16:00 | Indeks Michigan | kwiecień | - | 69,0 pkt. | 69,5 pkt. |

UWAGA!

NINIEJSZE OPRACOWANIE STANOWI WYRAZ NAJLEPSZEJ WIEDZY AUTORÓW POPARTEJ INFORMACJAMI Z KOMPETENTNYCH RYNKOWYCH ŹRÓDEŁ, JEDNAK 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. JAKĄKOLWIEK 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 UPRIEDZNIĄ PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.