



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

Dymisja Wiceministra Finansów

Pamiętajmy, że to właśnie Gomułka był inicjatorem bliższej współpracy między MinFinem i RPP, mającej skutkować szybkim spełnieniem kryteriów konwergencji i wprowadzeniem polski do strefy euro (narzędziem miały tu być szybsze i bardziej agresywne podwyżki stóp).

Wczoraj w godzinach popołudniowych Wiceminister Finansów S. Gomułka złożył swoją dymisję. Gomułka zaznaczył przy tym, że u podłoża jego decyzji leżą powody merytoryczne (sposób prowadzenia polityki gospodarczej przez rząd oraz współpraca na linii MinFin i premier), nie zaś osobiste. **Gomułka podkreślił również, że istnieje obecnie ryzyko niewykonania programu konwergencji.** Rynki przyjęły dymisję wiceministra ze stoickim spokojem, naszym zdaniem nie do końca kojarząc zagrożenie, jakie ta zmiana personalna w Ministerstwie niesie dla bardziej radykalnych reform finansów publicznych. Pamiętajmy, że to właśnie Gomułka był inicjatorem bliższej współpracy między MinFinem i RPP, mającej skutkować szybkim spełnieniem kryteriów konwergencji i wprowadzeniem polski do strefy euro (narzędziem miały tu być szybsze i bardziej agresywne podwyżki stóp). Naszym zdaniem dymisja ta może zainicjować spadek zaufania dla ambitnych planów rządu i MinFinu, tym bardziej, że mało prawdopodobne jest, aby były już wiceminister odmówił sobie prawa kontestowania postępów reform, jak też zagrożenia niespełnieniem kryteriów konwergencji.

H. Wasilewska-Trenkner i D. Filar za podwyżką stóp w kwietniu

Według Wasilewskiej-Trenkner nie ma przesłanek ku temu, aby w kwietniu wstrzymać się z podwyżką stóp

Według członkini RPP nie ma przesłanek ku temu, aby w kwietniu wstrzymać się z podwyżką stóp. Średniookresowe perspektywy dla inflacji skłaniają nawet do podniesienia stóp powyżej 6% - zdaniem członkini RPP kolejna podwyżka jest możliwa już w maju, jeśli dane nie potwierdzą spowolnienia gospodarczego. Wasilewska-Trenkner uważa, że celem polityki monetarnej jest ograniczenie dynamiki kredytów (które obecnie rosną w zastraszającym tempie) i zwiększenie stopy oszczędności. Członkini RPP preferuje realną stopę procentową na poziomie bliskim 2% - przekłada się to nominalny poziom stopy procentowej powyżej 6%.

Podobną realną stopę procentową preferuje obecnie D. Filar. Jednocześnie nie wyklucza on podwyżki oprocentowania w kwietniu jeśli trendy zaobserwowane w marcu się potwierdzą (lub wzmocnią). Członek RPP oczekuje prawdopodobnie na odczyt inflacji bazowej (spodziewamy się poziomu 2,7-2,8%), choć nie można wykluczyć, że obiektem jego zainteresowania są także dane ze sfery realnej – produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna. Uważamy, że dane te potwierdzą dobrą kondycję gospodarki w I kwartale, choć z uwagi na ubytek dni roboczych odczyt produkcji przemysłowej może odbiegać od zanotowanych w styczniu i lutym.

USA: gorsze wyniki sfery realnej i utrzymująca się inflacja

Produkcja przemysłowa wzrosła w marcu o 0,3% m/m oraz 1,6% r/r. Odczyt okazał się wyższy od oczekiwań, ale jednocześnie zrewidowano w dół odczyt za luty – w konsekwencji produkcja przemysłowa okazała się w I kwartale niższa niż w ostatnich 3 miesiącach ubiegłego roku. **U podstaw nieco wyższej produkcji przemysłowej stanęły lepsze wyniki w wytwarzaniu i dystrybucji mediów (przyczyniła się do tego nieco niższa średnia temperatura w marcu).** Jeśli chodzi o spojrzenie przez pryzmat kategorii wytwarzanych dóbr, w dalszym ciągu cierpi produkcja budowlano-montażowa, natomiast wciąż duże wzrosty notowane są przy produkcji dóbr inwestycyjnych. Wykorzystanie mocy wytwórczych ukształtowało się na poziomie zbliżonym do poprzedniego miesiąca.

Wczoraj byliśmy także świadkami fatalnej serii danych z rynku nieruchomości: mocniej od oczekiwań obniżyła się liczba pozwoleń budowlanych i rozpoczętych domów. W przypadku tego drugiego wskaźnika osiągnięte zostało 17-letnie minimum (947 tys. w ujęciu annualizowanym). W przekroju terytorialnym najbardziej ucierpiał dystrykt Midwest – nie bez przyczyny, gdyż właśnie tam rozpoczęła się seria zwiększonej liczby foreclosures w związku ze zwolnieniami w fabrykach produkujących na potrzeby przemysłu motoryzacyjnego. Niższe pozwolenia budowlane i liczba rozpoczętych domów świadczą w dalszym ciągu o wyjątkowo niskim poziomie popytu – wydaje się, że dopóki nie zostanie zlikwidowana poduszka w postaci zwiększonych zapasów na rynku wtórnym, również na odbudowę aktywności na rynku pierwotnym także nie ma co liczyć.

Najbardziej widoczne są spadki aktywności w działalności detalicznej i konsumpcji, jednak sektor przemysłowy radzi sobie również coraz gorzej.

Wczorajsze dane nie były zaskoczeniem jeśli chodzi o poziom inflacji. Ceny konsumpcyjne wzrosły w marcu o 0,3% m/m (4,0% r/r), czyli zgodnie z konsensusem rynkowym. Miara bazowa wzrosła w tym samym czasie o 0,2% m/m (2,4% r/r) - również zgodnie z konsensusem. Wśród poszczególnych kategorii najbardziej widoczne są obserwowane wzrosty cen żywności i energii, które powoli zaczynają być widoczne także w innych kategoriach – cenach płaconych w restauracjach (food away from home) oraz kategoriach obejmujących pozostałe dobra i usługi. Nie wydaje się jednak, że dojdzie do dalszego rozprzestrzenienia cen żywności i paliw – niski popyt konsumpcyjny i słabnący rynek pracy skutecznie zniechęca przedsiębiorców do podnoszenia cen i pracowników do zwiększonych żądań płacowych.

W dalszym ciągu hamulcem pozostaje sektor nieruchomości.

Opublikowana wczoraj „Beżowa Księga” wskazuje, że aktywność gospodarcza obniżyła się od czasu publikacji ostatniego raportu. Najbardziej widoczne są spadki aktywności w działalności detalicznej i konsumpcji, jednak sektor przemysłowy radzi sobie również coraz gorzej. W dalszym ciągu hamulcem pozostaje sektor nieruchomości, któremu nie pomagają coraz ciśniejsze warunki kredytowania i zmniejszona liczba wniosków o kredyt. Oczekujemy w kwietniu obniżki stopy Fed funds do 1,75% i podkreślamy możliwość zakończenia cyklu w obawie przed powstaniem niekorzystnych napięć inflacyjnych w 2009 i 2010 roku.

Inflacja HICP w strefie euro wyżej od wstępnych szacunków

Inflacja bazowa po wyłączeniu energii i nieprzetworzonej żywności wzrosła w stosunku miesięcznym aż 0,9%,

Wzrosty cen odnotowane w marcu wynikły więc z „popytowych” kategorii koszyka.

Marcowy odczyt inflacji HICP wyniósł 3,6% r/r (1,0% m/m), powyżej wcześniej opublikowanego szacunku flash i powyżej konsensusu rynkowego. Za wzrostu cen odpowiedzialne są w dalszym ciągu ceny żywności i paliw. Szczególnie wzrosty w tej drugiej kategorii zaczynają być widoczne także w pozostałych elementach koszyka: kosztach użytkowania mieszkania, hotelach i restauracjach. **Uwagę zwraca także wyjątkowo wysoki odczyt w kategorii odzież: podrożała ona w skali miesiąca aż o 7,2%.** Znaczny wzrost odnotowano także w przypadku kosztów wyposażenia mieszkania (0,6% m/m). Ku spadkom cen działały jedynie koszty edukacji (brak zmian m/m) oraz kategoria zdrowie (-0,1% m/m). Inflacja bazowa po wyłączeniu energii i nieprzetworzonej żywności (naszym zdaniem najlepiej odzwierciedla ona trend cen) wzrosła w stosunku miesięcznym aż 0,9%, co wskazuje na fakt, że wzrosty cen odnotowane w marcu wynikły z „popytowych” kategorii koszyka.

Przedstawione dane o inflacji stanowią twardy orzech do zgryzienia dla EBC. Rynek zareagował na nie dość gwałtownie, oddalając poza bieżący rok obniżki oprocentowania i zamiast nich kwotując 25 punktową podwyżkę. Wydaje się jednak, że obniżki oprocentowania pod koniec roku pozostają w dalszym ciągu scenariuszem bazowym. Rozprzestrzenienie inflacji na „popytowe” kategorie koszyka (o ile potwierdzi się w kolejnych miesiącach) to wiadomość jednocześnie zła i dobra dla EBC. Zła z powodu faktu, że pomimo niskiej sprzedaży detalicznej i rekordowo mocnego euro ceny płacone przez konsumentów relatywnie szybko rosną (może to być wynikiem rozprzestrzeniania się wyższych cen żywności i paliw); dobra natomiast z tego względu, że obniżenie aktywności w strefie euro powinno rzeczywiście wpłynąć również na obniżenie presji inflacyjnej w perspektywie kolejnych miesięcy (sprzyjać temu będą relatywnie wysokie stopy procentowe, które według danych na temat warunków kredytowania dopiero teraz najbardziej restrykcyjnie oddziałują na gospodarkę).

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
3,4095	2,1510

EUR/USD 1,5932 EUR/JPY 162,57 EUR/PLN 3,4145 USD/PLN 2,1394

Wzrost inflacji w strefie euro do poziomu 3,6% oraz ostre spadki w budownictwie w USA i niekorzystny obraz tej gospodarki wyłaniający się po lekturze beżowej księgi potwierdzają tezę o dywergencji tych dwóch gospodarek. Łatwym do przewidzenia skutkiem było gwałtowne osłabienie dolara. Sytuacji tej nie odwróciły nawet silne wzrosty na amerykańskiej giełdzie po publikacji wyników Intela i prognoz JP Morgan.

W czasie sesji dalekowschodniej następowała konsolidacja wokół poziomów z Nowojorskiego zamknięcia. Kurs EUR/JPY przesunął się natomiast do poziomu 162,4. Amerykańską walutę

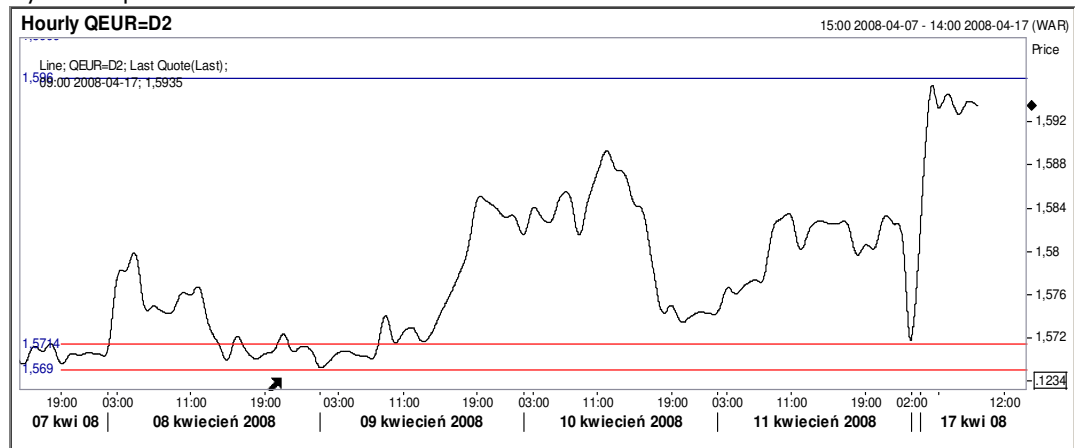
mogą dziś dobić słabe dane z rynku pracy.

Złoty, podążając za walutami regionu (zwłaszcza forintem) osłabiał się w czasie wczorajszej sesji do poziomu powyżej 3,42 wobec euro. Tym razem fala spadków w regionie wywołana została wyższą niż oczekiwano inflacją w strefie euro i odwróceniem oczekiwań na rychłe obniżki stóp w strefie euro (dysparytet stóp ma więc nie rozszerzać się tak szybko jak dotąd uważano). Na zakończenie sesji doszedł jeszcze jeden czynnik mogący osłabić złotego – dymisja wiceministra finansów S. Gomułki. Jednak wpływ tego czynnika okazał się mniejszy niż się spodziewaliśmy. Nieznaczny to jednak, że dziś rynek nie przypomni sobie, że S. Gomułka firmował plany reformy finansów publicznych oraz konwergencji ze strefą euro.

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Kolejnym psychologicznym poziomem dla dolara pozostaje 1,6000. Rychłe przebicie tego poziomu wydaje się jednak mało prawdopodobne, jako, że EUR/USD zdołał od wczoraj już nieco wytracić impet.

wsparcie	opór
1,5740	1,5960
1,5690	1,6000
1,5540	

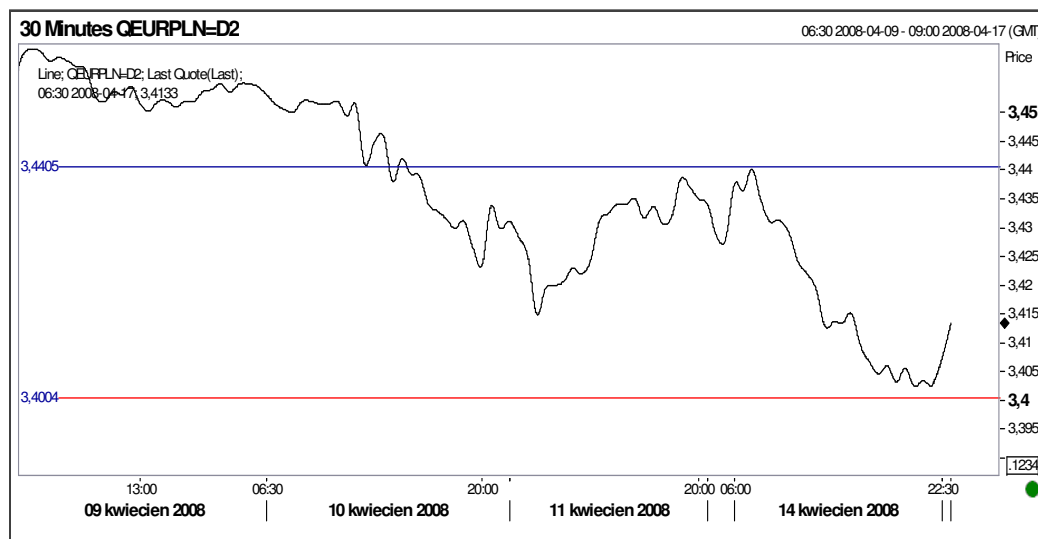


Źródło: Reuter

Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Range trading w przedziale 3,40-3,43.

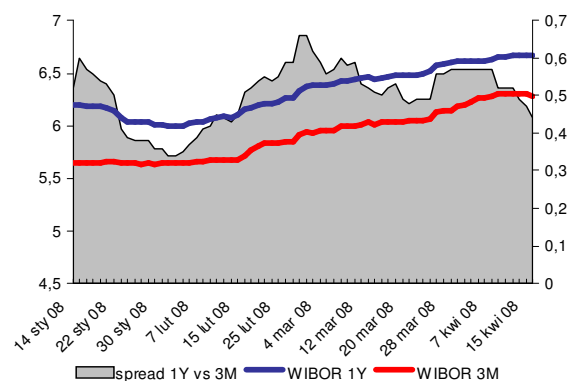
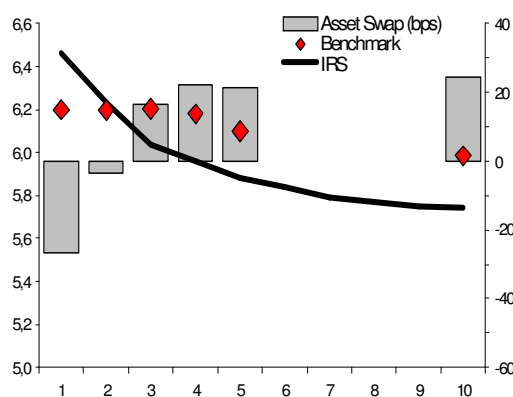
wsparcie	opór
3,4000	3,5300
3,3700	3,5000
3,3000	3,4400



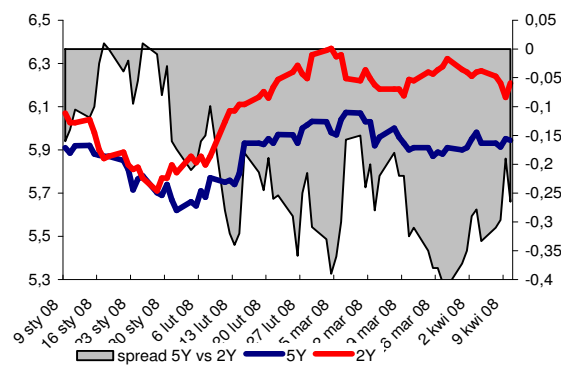
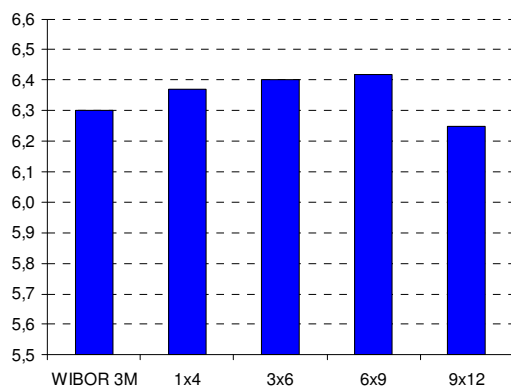
Źródło: Reuters

Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	6,44	6,50
2Y	6,21	6,26
3Y	6,02	6,07
4Y	5,94	5,98
5Y	5,86	5,91
6Y	5,81	5,86
7Y	5,77	5,82
8Y	5,74	5,80
9Y	5,72	5,78
10Y	5,72	5,77



depo	BID	ASK
ON	5,81	6,00
1M	5,92	6,12
3M	6,10	6,30
FRA	BID	ASK
1x2	6,16	6,22
1x4	6,32	6,37
3x6	6,35	6,40
6x9	6,36	6,42
9x12	6,20	6,25



KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPRIEDNIO
USA	14:30	Nowo zarejestrowani bezrobotni	tydz. do 5.04	-	-	-
USA	16:00	Leading indicators	marzec	-	0,1 pkt.	-0,3 pkt.

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 OSWIADCZAJĄ, ŻE INWESTOR NIE POWINIEN DZIAŁAĆ WYŁĄCZNIE NA PODSTAWIE NINIEJSZEGO OPRACOWANIA, BEZ ZASIĘGNIĘCIA NIEZALEŻNEJ PROFESJONALNEJ PORADY INWESTYCYJNEJ. JAKĄKOLWIEK ODPOWIEDZIALNOŚĆ BRE BANKU SA, J EGO 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.