



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](mailto:research@brebank.com.pl)

**Daily Letter****piątek, 25 kwietnia 2008**

STRON: 3

## Makroekonomia

### Minutes z marcowego posiedzenia RPP

*Dyskusja na przyszłotygodniowym posiedzeniu będzie bardzo gorąca, a jastrzębi członkowie zdeterminowani do przekonania RPP o konieczności podwyżki już w kwietniu.*

Zapis dyskusji z marcowego posiedzenia RPP wskazuje, że zasadniczymi powodami 25 punktowej podwyżki stóp (RPP głosowała nawet za podwyżką o 50 pb.) było utrzymanie się szybkiego wzrostu gospodarczego, przekraczającego prawdopodobnie wzrost potencjalnego PKB, znaczny wzrost wynagrodzeń i zatrudnienia, inflacji odczuwalnej oraz ryzyko wzrostu oczekiwań inflacyjnych wynikające z podwyższonej inflacji i oczekiwanego dalszego wzrostu cen kontrolowanych. Część członków RPP podkreśliła również potrzebę koordynacji polityki fiskalnej i monetarnej z MinFinem w celu spełnienia kryteriów nominalnej konwergencji i przystąpienia do strefy euro. Naszym zdaniem wśród pojawiających się argumentów zdecydowana większość wskazywała na kontynuację zacieśnienia monetarnego w kolejnych miesiącach.

Członkowie Rady również konserwatywnie podeszli do zagadnienia wzmacniającego się złotego uznając, że ze względu na dużą zmienność kursu powinien być on traktowany neutralnie w decyzjach dotyczących polityki monetarnej.

Minutes nie miały jednak żadnego wpływu na zachowanie inwestorów. Po pierwsze dyskusja odbyła się przy ocenianym powszechnie jako różniące się od dzisiejszego otoczeniu makroekonomicznym (patrz seria zaskakujących danych ze sfery realnej w kwietniu) i na dzień dzisiejszy uwaga części RPP znacznie przesunęła się w stronę sfery realnej i zagrożeń dla wzrostu. Po drugie większa część Rady (no może z wyjątkiem prof. Sławińskiego) udzieliła w tym miesiącu obszernych wywiadów, które pozwalają w lepszym stopniu niż Minutes przybliżyć argumenty w dyskusji na nadchodzącym posiedzeniu.

Oceniamy, że dyskusja na przyszłotygodniowym posiedzeniu będzie bardzo gorąca, a jastrzębi członkowie zdeterminowani do przekonania RPP o konieczności podwyżki już w kwietniu. W tej sytuacji, naszym zdaniem, nie jest oczywiste, że do podwyżki w kwietniu nie dojdzie (gołębi wywiad z prof. Czekałem stawiał naszym zdaniem więcej pytań niż odpowiedzi).

### Spadek indeksu Ifo

Indeks nastrojów w niemieckim biznesie spadł do poziomu 102,4 pkt. (składowa oczekiwań odnotowała pierwszy od wielu miesięcy, drastyczny spadek do 96,8 pkt. natomiast składowa bieżąca obniżyła się do poziomu 108,4 pkt.). Największe obniżki indeksu zanotowano w handlu detalicznym i hurtowym. **W kontekście mocnego euro warto odnotować fakt, że firmy z sektora przemysłowego są w dalszym ciągu dość optymistyczne względem zagranicznego portfela zamówień.**

*Gospodarka niemiecka powoli traci impet, jednak nie będzie to prawdopodobnie wyhamowanie gwałtowne*

Gospodarka niemiecka powoli traci impet, jednak (podobnie jak pokazują to wskaźniki PMI) nie będzie to prawdopodobnie wyhamowanie gwałtowne. Nie zmienia to jednak faktu, że **problemem gospodarki niemieckiej (podobnie jak całej strefy euro) pozostaje niska konsumpcja, która napotyka dodatkowe bariery w postaci coraz szybszego wzrostu cen**. Obniżenie cen energii powinno w najbliższym czasie łagodzić ostatnio obserwowany trend – zwłaszcza, że w obliczu wynegocjowanych podwyżek płac nominalnych i prawdopodobnego spadku inflacji, faktyczne płace realne mogą się okazać nieco wyższe od oczekiwań, co może być bodźcem do zwiększenia zakupów.

## Mieszane dane z USA

Wczorajsze publikacje danych zza Oceanu przyniosły w dalszym ciągu mieszane informacje odnośnie gospodarki.

**Bezspornie jednokierunkowym wskaźnikiem okazała się sprzedaż nowych domów, która odnotowała kolejny spadek do 0,526 mln w ujęciu rocznym** (względem 0,575 mln po korekcie w lutym), spadek o 8,5%. Choć sprzedaż nowych domów stanowi niewielki odsetek obrotów na amerykańskim rynku nieruchomości, to właśnie z tej strony można się spodziewać symptomów stabilizacji rynku domów, gdyż duża część transakcji rejestrowanych na tym rynku ma charakter wyprzedzający (umowa zawierana jest często przed faktycznym wykonaniem jej przedmiotu). Niestety jak do tej pory nie widać stabilizacji rynku nieruchomości a duży poziom zapasów sugeruje duże niedostatki popytu (zaznaczmy: przy niezwykle niskiej aktywności strony podaźowej). Wydaje się, że stabilizacja na rynku domów możliwa jest nie wcześniej niż pod koniec 2008 roku.

*Rosnący wskaźnik zamówień po wyłączeniu samochodów sugeruje, że pozostałe sekcje przetwórstwa przemysłowego radzą sobie dość dobrze – prawdopodobnie duża w tym zasługa nowych zamówień eksportowych.*

**Dana mieszaną w odbiorze okazały się zamówienia na dobra trwałego użytku**, które odnotowały spadek o 0,3% w ujęciu miesięcznym (konsensus rynkowy ustawiony był na 0,1% wzrost). Niemniej jednak bardziej istotny wskaźnik po wyłączeniu środków transportu wzrósł o 1,5% (po spadku o 2,1% w lutym). Samochody są najbardziej typowym dobrem trwałym: na ich sprzedaż niekorzystnie wpływa niski sentyment konsumentów i rekordowo wysokie ceny paliw. Jest to tym samym oznaka dalszego spowolnienia produkcji przemysłowej i, prawdopodobnie, dalszych zwolnień w fabrykach samochodów (przypomnijmy: masowe zwolnienia w dystrykcie Midwest miały dość istotny wpływ na eskalację kryzysu *subprime* w ujęciu regionalnym). **Rosnący wskaźnik po wyłączeniu samochodów sugeruje, że pozostałe sekcje przetwórstwa przemysłowego radzą sobie dość dobrze – prawdopodobnie duża w tym zasługa nowych zamówień eksportowych.**

**W ostatnim tygodniu odnotowano nieoczekiwany spadek liczby nowo zarejestrowanych bezrobotnych do 342 tys.** (średnia czterotygodniowa spadła do 369,5 tys.). Po ostatnim wzroście stopy bezrobocia i negatywnych danych odnośnie liczby nowo-zarejestrowanych bezrobotnych, obserwujemy kolejny wyłom w trendzie. Prawdopodobnie jest to jednak sezonowa anomalia a liczba nowych osób ubiegających się o zasiłek oscyluje wciąż niebezpiecznie blisko recesyjnych poziomów.

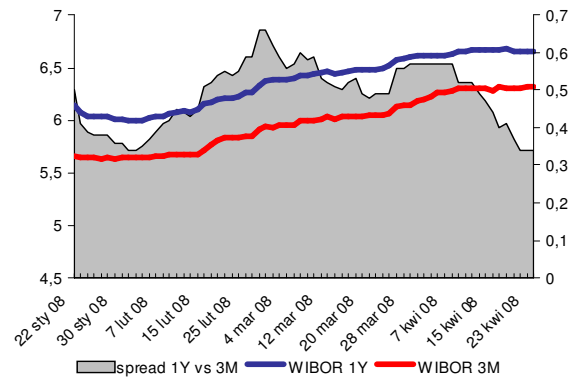
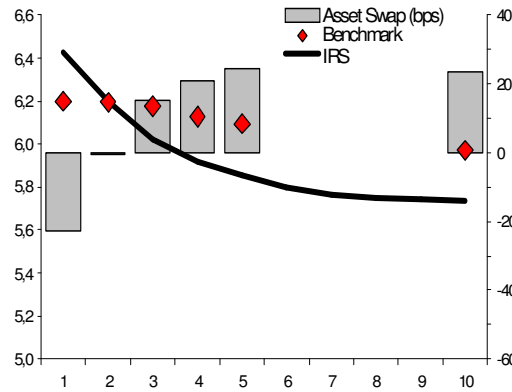
## Posiedzenie RPP, 30. kwietnia

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone według krzywej OIS*)
Podwyżka o 25 bps	50%
Stopy bez zmian	50%
Obniżka o 25 bps	0%

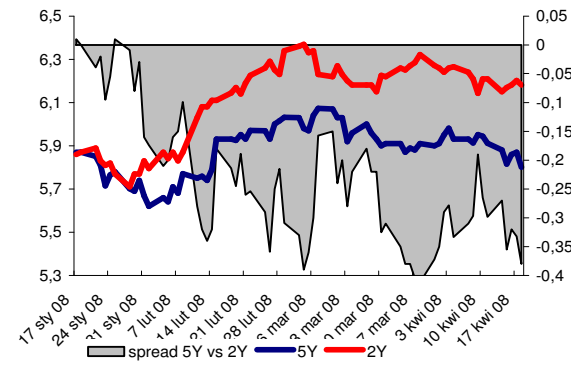
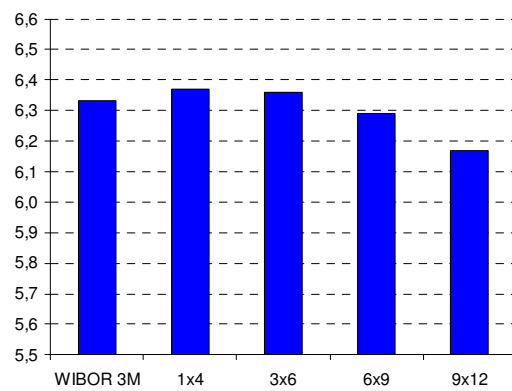
\* OIS – Overnight Index Swap

## Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	6,41	6,45
2Y	6,18	6,22
3Y	6,00	6,05
4Y	5,89	5,94
5Y	5,83	5,88
6Y	5,78	5,83
7Y	5,74	5,79
8Y	5,73	5,78
9Y	5,72	5,77
10Y	5,71	5,76



depo	BID	ASK
ON	5,70	5,97
1M	5,94	6,14
3M	6,13	6,33
FRA	BID	ASK
1x2	6,13	6,20
1x4	6,32	6,37
3x6	6,30	6,36
6x9	6,23	6,29
9x12	6,11	6,17



KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
USA	16:00	Indeks Michigan	kwiecień	-	64,0 pkt.	63,2 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 UPZEDNIEGO 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 POPZEDNIEGO 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, J EGO 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 UPZEDNIĄ PISEMNIĄ ZGODĄ AUTORÓW.