



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**środa, 30 kwietnia 2008**

STRON: 4

Makroekonomia

Dziś decyzja RPP

Bez względu na wynik dzisiejszego głosowania, kluczowym momentem dla rynku stopy procentowej będzie lato 2008 (inflacja w okolicach 5%), kiedy to można będzie ocenić, czy zrealizowały się ryzyka dodatkowej presji inflacyjnej.

Dziś we wczesnych godzinach popołudniowych RPP ogłosi swoją decyzję w sprawie stóp procentowych. Analitycy niemal jednogłośnie wskazują na brak podwyżki stóp w tym miesiącu. **Za takim scenariuszem mają przede wszystkim przemawiać gorsze dane ze sfery realnej za marzec** (na niższy wzrost gospodarczy i negatywne skutki mocnego złotego wskazują również opublikowane wczoraj wyniki badań koniunktury NBP) **i artykułowana przez część RPP duża niepewność co do perspektyw wzrostu gospodarczego. Należy podkreślić, że pomimo prawdopodobnego zmniejszenia dynamiki PKB w najbliższych kwartałach zasadnicze powody wzrostu presji inflacyjnej** (presja kosztowa, ryzyko wzrostu oczekiwań inflacyjnych) **pozostają nadal aktualne** (wysokie oczekiwania cenowe przedsiębiorstw oraz dalsze podwyżki płac zostały również potwierdzone w najnowszym raporcie o koniunkturze NBP). Co ciekawe, analitycy wskazują, że nie podnosząc stóp w kwietniu RPP zdecyduje się na podwyżkę już w maju. Naszym zdaniem taka taktyka ma niewiele sensu, co w sposób bezpośredni zostało ujęte w wypowiedziach prof. Wojtyny – przerwanie serii podwyżek dałoby rynkom i konsumentom mało zrozumiałą sygnal (prof. Wojtyna mocno podkreśla kwestię stabilizacji oczekiwań inflacyjnych). **Naszą wiarę w konsensus (brak podwyżki w kwietniu) podkopuje dodatkowo fakt artykułowanej zresztą w mediach determinacji „jastrzębi” co do kontynuacji zacieśnienia i duża niepewność (i de facto brak silnego lidera) w obozie „gołębi”.**

Brak podwyżki na dzisiejszym posiedzeniu oznaczałoby, że jeśli w ogóle nastąpi ona najwcześniej na czerwcowym posiedzeniu (RPP pozna wtedy wyniki projekcji inflacyjnej). Bezpośrednią reakcją rynku na decyzję o utrzymaniu stóp na niezmiennym poziomie byłoby równoległe przesunięcie krzywej dochodowości w dół. Dopiero w dalszej perspektywie należałoby oczekiwać stromienia krzywej dochodowości (wzrost inflacji i inflacji netto może ciągle napędzać oczekiwania na kolejne podwyżki). Jeśli natomiast RPP zdecyduje się na podwyżkę już dziś, przez wielu uczestników rynku zostanie ona odebrana jako ostatnia w tym cyklu (stąd możliwość dalszego inwertowania krzywej dochodowości). **Niezależnie od samej decyzji spodziewamy się komunikatu w którym pomimo wymieniania szeregu czynników rosnącej presji inflacyjnej mocniej podkreślone będą zagrożenia dla wzrostu gospodarczego oraz szansa na powrót inflacji do celu w średnim okresie (zawężenie luki popytowej).**

Naszym zdaniem kluczowym momentem dla rynku stopy procentowej będzie lato 2008 (inflacja w okolicach 5%), kiedy to można będzie ocenić, czy zrealizowały się ryzyka dodatkowej presji inflacyjnej (efekty wtórne wzrostu cen kontrolowanych obserwujemy już

obecnie, ciągle nierozstrzygnięta jest jedna kwestia oczekiwań inflacyjnych oraz efektów drugiej rundy).

Dziś o godzinie 20:15 decyzja Fed

Przewidujemy, że tym razem Fed zdecyduje się jedynie na 25 punktową obniżkę stopy Fed funds – zgodnie z konsensusem rynkowym. Choć większość danych ze sfery realnej (rynek nieruchomości, konsumpcja prywatna, rosnąca liczba likwidowanych etatów, na którą wskazują konsumenci ankietowani przez Conference Board i dane o *non-farm payrolls*) sugeruje, że gospodarka znajduje się na progu recesji, należy wciąż pamiętać, że będzie ona najprawdopodobniej bardzo krótka i zamknie się w II-III kwartałach. W tym czasie podwyższone ceny energii i żywności („rozlewające się” na pozostałe kategorie koszyka CPI) będą podtrzymywać także dynamikę cen, co nie pozwoli na obniżenie oczekiwań inflacyjnych (ostatnie wskazania indeksu Michigan pokazują oczekiwaną inflację na przestrzeni roku równą 4,8% - znaczny wzrost w porównaniu do ubiegłego miesiąca). **Z tego powodu okres ożywienia, który nadejdzie w 2009 roku może stwarzać niebezpieczeństwo szybkiego rozkręcenia inflacji. Dzisiejsza obniżka może być tym samym ostatnią w cyklu. Po okresie obserwacji efektów pakietu fiskalnego niewykluczone jest stopniowe zacieśnianie polityki pieniężnej.**

Konsensus rynkowy zakłada zejście stopy Fed funds do poziomu 2,0%. Istotne dla polityki pieniężnej będą ogłoszone wcześniej wstępne dane o PKB – zwłaszcza dotyczące wydatków inwestycyjnych.

Spory wpływ na decyzję może mieć wstępny szacunek PKB, którego publikacja przewidziana jest na godzinę 14:30. Spowolnienie wydatków konsumpcyjnych jest faktem; kwestią zdecydowanie wyższej wagi pozostaje, czy obniżenie sprzedaży ma wpływ na wydatki inwestycyjne, których nieoczekiwany spadek mógłby pogłębić kontrakcję PKB. W kierunku podtrzymania dynamiki PKB będzie oddziaływał eksport netto, który po części stanie się także czynnikiem ograniczającym kontrakcję sektora przemysłowego wynikającą z niskiego popytu wewnętrznego.

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
3,4460	2,2115

EUR/USD 1,5585 EUR/JPY 161,7 EUR/PLN 3,4615 USD/PLN 2,22

Dolar najmocniejszy wobec euro od trzech tygodni (kurs EUR/USD poniżej 1,56). Na wzrost wartości amerykańskiej waluty złożyły się przede wszystkim oczekiwania co do zaprzestania obniżek stóp przez FED. Dzisiejsza obniżka (naszym zdaniem o 25 pb) zostanie odebrana jako ostatnia w cyklu. Stromienie krzywej dochodowości (podwyżki wyceniane są już na koniec tego roku) powinno sprzyjać dalszemu umacnianiu dolara. Scenariusz taki wspierać będą również rewidowane w dół prognozy wzrostu dla strefy euro.

Złoty słabnie ze względu na spadek oczekiwań co do dalszych podwyżek stóp oraz (co może

nawet bardziej istotne) ze względu na wzmocnienie dolara wobec euro. Dla polskiej waluty kluczowa dzisiejsza decyzja RPP.

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Prawdopodobna kolejna próba przełamania wsparcia 1,5545 (ewent. 1,5510), dalsza wyprzedaż euro celuje w poziomy 1,5460/1,5400.

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



Źródło: Reuter

Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Kontynuacja korekty sugeruje test oporu 3,4830/50 w krótkim terminie, ewentualne pozostawienie stóp proc. bez zmian (RPP) będzie wspierać realizację zysków na PLN.

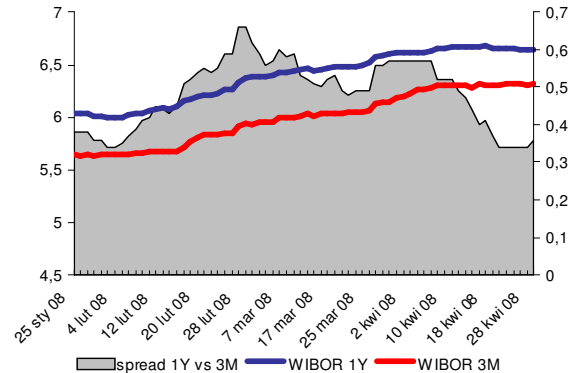
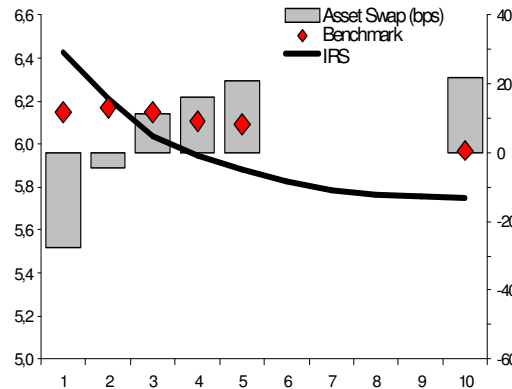
wsparcie	opór
3,4450	3,4830
3,4335	3,4715
3,4220	3,4615



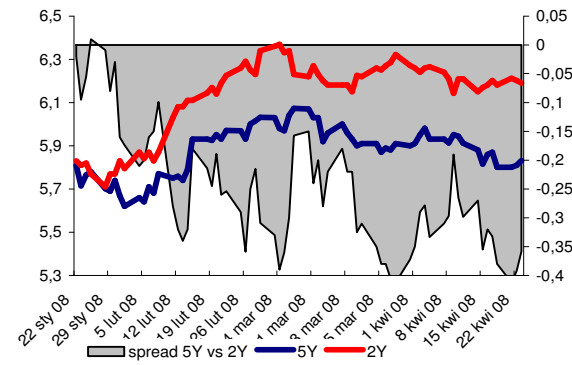
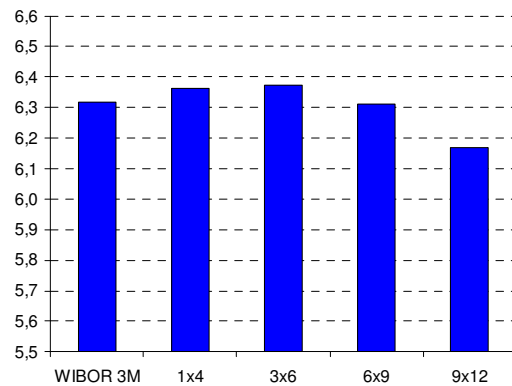
Źródło: Reuters

Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	6,40	6,46
2Y	6,19	6,24
3Y	6,01	6,06
4Y	5,92	5,97
5Y	5,86	5,91
6Y	5,80	5,85
7Y	5,76	5,81
8Y	5,74	5,79
9Y	5,73	5,78
10Y	5,73	5,78



depo	BID	ASK
ON	7,05	7,35
1M	6,08	6,28
3M	6,12	6,32
FRA	BID	ASK
1x2	6,14	6,21
1x4	6,31	6,36
3x6	6,33	6,38
6x9	6,26	6,31
9x12	6,12	6,17



KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
EMU	11:00	Inflacja HICP flash	kwiecień	-	3,4% r/r	3,6% r/r
USA	14:30	PKB szacunek wstępny	I kw.	-	0,3%	0,6%
USA	15:45	Chicago PMI	kwiecień	-	48,0 pkt.	48,2 pkt.
USA	20:15	Decyzja Fed	-	-	2,0%	2,25%

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, JEGO ZARZĄDU, PRACOWNIKÓW, WSPÓŁPRACOWNIKÓW, KOOPERANTÓW, AGENTÓW Z TYTUŁU PODJĘCIA PRZEZ JAKAKOLWIEK 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.