



ERNEST PYTLARCZYK 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, 6 czerwca 2008**

STRON: 4

Makroekonomia

Wojtyna i Filar o stopach procentowych

Wojtyna: szybsze sprowadzenie inflacji do celu jest możliwe ale za cenę wzrostu gospodarczego.

We wczorajszym wywiadzie dla PAP członek RPP prof. A. Wojtyna stwierdził, że powrót inflacji do celu może trwać tym razem dłużej niż było to w przypadku minionych szoków cenowych, wynikających z czynników o charakterze wewnętrznym (chodzi tu przede wszystkim o szok akcesyjny w 2004 r.). Ze względu na zewnętrzne źródło wzrostu cen żywności i paliw, niezależne od działań RPP, czas zejścia inflacji do poziomów wyznaczonych przez cel RPP może się wydłużyć „o parę kwartałów”. **Jak podkreślił prof. Wojtyna, nie oznacza to akceptacji wyższych stóp inflacji, ale takie rozwiązanie jest optymalne z punktu widzenia gospodarki.** W jego opinii możliwe byłoby szybsze sprowadzenie inflacji do celu poprzez bardziej zdecydowane podwyżki stóp, ale to miałyby już negatywne konsekwencje dla wzrostu gospodarczego.

Filar: pole manewru RPP rozszerza się po komunikacie sugerującym podwyżki stóp w strefie euro.

Znacznie bardziej jastrzębio wypowiedział się prof. D. Filar, wskazując na konieczność dokonania jeszcze kilku podwyżek stóp procentowych w celu sprowadzenia inflacji do celu. Jego zdaniem, decyzja o następnych podwyżkach będzie zależała od czerwcowej projekcji inflacyjnej i jej zgodności z napływającymi później danymi z gospodarki. To potwierdza nasz bazowy scenariusz, zakładający podwyżkę stóp w czerwcu i możliwość dalszych podwyżek w drugiej połowie roku. W kontekście wypowiedzi prof. Filara można mówić o większym prawdopodobieństwie takich ruchów, ponieważ „nasze [RPP] pole manewru w stronę dalszego zacieśniania polityki pieniężnej nieco się rozszerza”. Nie bez znaczenia jest tu wczorajszy komunikat po posiedzeniu Rady Gubernatorów EBC, przygotowujący rynek na nieoczekiwanie szybką podwyżkę stóp w strefie euro. **Wyższe stopy w EMU zniwelowałyby dysparytet stóp, dla części członków RPP czynnik przemawiający przeciwko dalszemu zacieśnianiu polityki pieniężnej w Polsce.**

EBC i BOE: stopy procentowe bez zmian

Bank Anglii utrzymał stopy procentowe na poziomie 5% - nieco więcej światła na dylematy rozstrzygane podczas posiedzenia rzuci dopiero sprawozdanie. Już w chwili obecnej możemy się spodziewać, że obecna polityka pieniężna to konsensus pomiędzy wciąż wysoką inflacją i perspektywami spowolnienia gospodarczego nadchodzącego z rynku nieruchomości. W chwili obecnej obawy budzi możliwe obniżenie konsumpcji wynikające z efektu majątkowego na rynku domów, choć ostatnie badania sugerują, że ten łącznik z konsumpcją nie jest silny. Utrzymująca się niepewność dotycząca inflacji (ceny ropy) oraz sfery realnej zachęca do przedłużenia postawy wait-and-see. Niemniej jednak oczekujemy, że BOE zdecyduje się na poluzowanie polityki pieniężnej jeszcze przynajmniej raz w bieżącym roku.

Nowy zestaw prognoz dla strefy euro to de facto zielone światło dla podwyżek stóp procentowych. Prawdopodobieństwo podwyżek stóp jest w lipcu wysokie – tylko gwałtowne załamanie aktywności w sferze realnej mogłoby zmienić pogląd Rady Gubernatorów.

Europejski Bank Centralny również pozostawił stopy procentowe bez zmian na poziomie 4%. Spodziewaliśmy się jastrzębiego komunikatu (kształtowanie oczekiwań inflacyjnych), jednak jego treść przerosła chyba najśmielsze oczekiwania. J-C. Trichet zaznaczył jasno, że w lipcu możliwa jest „mała podwyżka” stopy procentowej o wymiarze 25 punktów. Prezes bardzo rzadko wyrażał się tak explicite o stopach procentowych, stąd bardzo wysokie prawdopodobieństwo zacieśnienia w następnym miesiącu, dla którego istnieją silne przesłanki.

Nowe prognozy dotyczące inflacji zakładają jej wyższy poziom zarówno w 2008 i 2009 roku (odpowiednio 3,2-3,6% oraz 1,8-3,0%) oraz obniżenie tempa wzrostu PKB w bieżącym roku do 1,5-2,1% oraz 1,0-2,0% w roku następnym. Dodatkowego komentarza wymagają przede wszystkim prognozy tempa wzrostu produktu. Najniższa dynamika PKB ujęciu kwartalnym przypada na 2008 rok; z tego punktu widzenia rok 2009 jest już czasem ożywienia, co wyraźnie podkreślał J-C. Trichet. Stwarza to dość dogodną sytuację do obecnego podwyższenia stóp procentowych (choć trzeba także pamiętać o możliwości realizacji scenariusza stóp procentowych utrzymywanych dłużej na stałym poziomie, bez obniżek pod koniec roku).

W najbliższych dniach podstawowe znaczenie będą miały dane realne (być może EBC zbyt optymistycznie określa fundamenty gospodarek strefy euro jako „zdrowe”), wskaźniki koniunktury oraz ceny ropy naftowej. Nie wydaje się jednak, że obraz gospodarki płynący z danych pokaże nagłe spowolnienie, a ceny ropy ustabilizują się. Z tego powodu większe prawdopodobieństwo należy mimo wszystko przypisać lipcowej podwyżce – patrząc historycznie, EBC bardzo rzadko „oszukiwał” rynek względem swoich zamiarów.

Posiedzenie RPP, 25. czerwca

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone według krzywej OIS*)
Podwyżka o 25 bps	100%
Stopy bez zmian	0%
Obniżka o 25 bps	0%

* OIS – Overnight Index Swap

Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,3708	2,1845

EUR/USD 1,5585 EUR/JPY 165,35 EUR/PLN 3,3825 USD/PLN 2,1700

EUR/USD poszybował w górę po bardzo jastrzębim komunikacie EBC, w którym explicite pojawiła się możliwość podwyżki stóp procentowych w lipcu. Wsparciem dla dolara mogą być dzisiejsze publikacje z rynku pracy, choć wskazania ADP przeszacowywały liczbę nowych etatów o średnio 70 tys. w ostatnich miesiącach.

Po decyzji EBC złoty osłabił się osiągając pod koniec dnia poziom 3,382. W krótkim terminie jastrzębia retoryka EBC może skutkować dalszymi wzrostami kursu. Niemniej jednak wyższe stopy w strefie euro to także większe pole manewru dla Rady (patrz wypowiedź prof. Filara), co może skutkować także wzrostem oczekiwań na wyższe stopy w kraju, a więc potencjalne podniesienie średniego segmentu krzywej i wsparcie dla złotego.

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Po zaliczeniu wsparcia 1,5365 nastąpiła realizacja zysków, jastrzębi ton Trichet'a przesądził o odwróceniu trendu – o ile jednak poziom oporu 1,5600/15 powstrzyma dalszą aprecjację euro to można oczekiwać konsolidacji ok. 1,5550.. Kluczowe dziś dane makro z USA..

wsparcie	opór
1,5535	1,5760
1,5485	1,5660
1,5375	1,5600



Źródło: Reuter

Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Możliwa kolejna próba przełamania oporu 3,3870.. (kolejnym oporem jest 3,3955), globalna aprecjacja euro sprzyja korekcie..

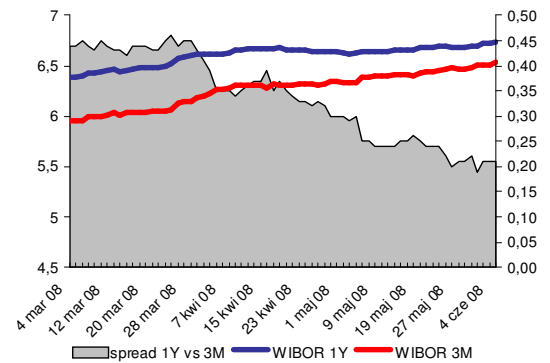
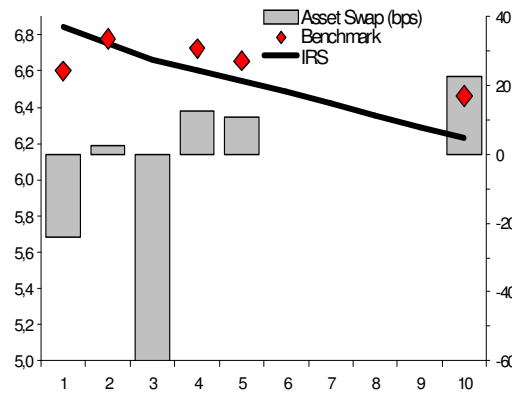
wsparcie	opór
3,3635	3,4035
3,3550	3,3955
3,3450	3,3870

Źródło: Reuters

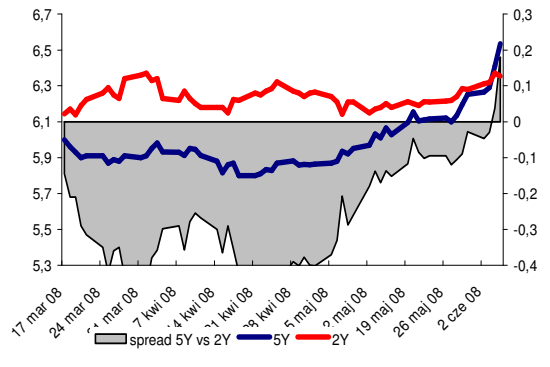
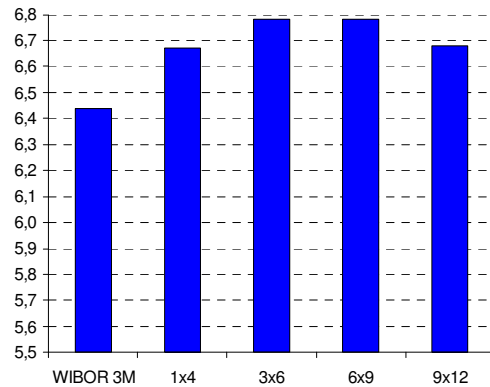


Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	6,82	6,86
2Y	6,74	6,78
3Y	6,65	6,69
4Y	6,58	6,62
5Y	6,53	6,57
6Y	6,47	6,51
7Y	6,41	6,45
8Y	6,34	6,38
9Y	6,27	6,31
10Y	6,22	6,26



depo	BID	ASK
ON	5,75	5,95
1M	5,91	6,11
3M	6,24	6,44
FRA	BID	ASK
1x2	6,33	6,39
1x4	6,61	6,67
3x6	6,72	6,78
6x9	6,72	6,78
9x12	6,63	6,68



KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPRIEDNIO
HUN	9:00	PKB r/r	I kw.	-	-	1,6%
USA	14:30	Non-farm payrolls	Maj	-	-70 tys.	-20 tys.

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 UPRIEDZIEŃSIPOWIADOMIENIA. 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 JAKAKOLWIEK OSOBĘ DZIAŁAŃ LUB ZANIECHAŃ W ZWIĄZKU Z NINIEJSZYM OPRACOWANIEM JEST WYŁĄCZONA. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRIEDZINIĄ PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.