



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**czwartek, 26 czerwca 2008**

STRON: 5

Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
POL	10:00	Raport o inflacji NBP	-	-	-	-
USA	14:30	PKB odczyt finalny	I kw.	-	1,0%	0,9%
USA	16:00	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	Maj	-	4,95 mln	4,89 mln

Makroekonomia

RPP podwyższa stopy procentowe

Zgodnie z oczekiwaniami RPP podwyższyła stopę bazową do poziomu 6,0%. W czerwcowym komunikacie **akcent wyraźnie położony został na możliwość wzrostu inflacji, czy też utrzymanie presji cenowej w nadchodzących kwartałach pomimo stopniowego obniżania tempa wzrostu gospodarczego**. Odносimy wrażenie, że w opinii RPP czynniki dezinflacyjne (dobra sytuacja finansowa przedsiębiorstw, niższy wzrost gospodarczy i globalizacja) mają słabsze oddziaływanie niż sądzono w przeszłości.

Oceniamy, że w okresie najbliższych 2-3 miesięcy istnieje duże ryzyko dalszego zacieśnienia monetarnego i utrzymania się oczekiwań rynkowych na podwyżki stóp...

Wraz z publikacją informacji po posiedzeniu Rady podano również główne wyniki najnowszej projekcji inflacyjnej. Projekcja wskazuje na tylko przejściowe, bardzo nieznaczne obniżenie dynamiki PKB w 2009 roku (do 4,8%) i podwyższoną inflację w roku 2008 i 2009. Bardzo zaskoczył nas jednak przedział prognozy inflacji na rok 2010. Według projekcji inflacja ma z 50% prawdopodobieństwem znaleźć się w 2010 roku w przedziale, uwaga, 0,1-5,7% (poprzednio przedział ten był znacznie węższy od 2,1% do 4,8%). **Śmiało można więc stwierdzić, że modelarze NBP mocno dystansują się od zajęcia stanowiska co do sytuacji w sferze nominalnej w dość kluczowym ze względu na choćby plany przystąpienia do strefy euro roku 2010.** Przy tak szerokim przedziale informacja, że centralna ścieżka projekcji schodzi w 2010 roku do 2,9% jest naszym zdaniem drugorzędna.

Oceniamy, że w okresie najbliższych 2-3 miesięcy istnieje duże ryzyko dalszego zacieśnienia monetarnego i utrzymania się oczekiwań rynkowych na podwyżki stóp. **Uważamy, że jeśli miałyby dojść do kolejnej podwyżki stóp doszłoby do niej w sierpniu-wrzeźniu (podwyżka w tych miesiącach byłaby wymierzona ściśle w możliwy wzrost oczekiwań inflacyjnych).** Moment publikacji nowej projekcji inflacyjnej w październiku jest zbyt odległy, aby wiązać go z najbliższą zmianą parametrów polityki pieniężnej – do tego czasu znaczna część hipotez o skutkach wzrostu cen energii, paliw itd. będzie już zweryfikowana, a trend w polityce monetarnej ECB wyraźniejszy.

W naszych raportach koncentrujemy się obecnie na ocenie wtórnych/dodatkových efektów wzrostu cen inflacji (majowe dane wskazują, że efekty te są nadal bardzo ograniczone). Jeśli

*...w IV kw. 2008 roku
oczekiwaliśmy jednak
istotnego złagodzenia
retoryki RPP.*

efekty te okazałyby się zgodne z naszymi wcześniejszymi prognozami (inflacja netto, w znacznej mierze ze względu na efekty bazowe, rośnie do poziomu 4% r/r, nowa miara inflacji bazowej po wyłączeniu cen energii i żywności rośnie do około 3%; CPI tylko przejściowo zbliża się do 5%), przy jednoczesnym wzroście ryzyka spowolnienia gospodarczego w Polsce (wyższe koszty kredytu, w tym inwestycyjnego, i ograniczenie nowych inwestycji, niższy popyt zagraniczny, pogorszenie konkurencyjności naszej gospodarki i negatywny wpływ wyższych cen i kosztów produkcji w przemyśle) prawdopodobna jest jeszcze tylko jedna podwyżka stóp latem 2008 (wymierzona w oczekiwania inflacyjne i w znacznej mierze stymulowana retoryką ECB i trendami globalnymi). W IV kw. 2008 roku oczekiwaliśmy jednak istotnego złagodzenia retoryki RPP (inflacja poniżej, powiedzmy 4,5-5,0% na koniec 2008 mieści się, naszym zdaniem, w przedziale tolerancji Rady argumentującej o źródłach wzrostu inflacji będących w znacznej mierze poza jej oddziaływaniem, a RPP znacznie asymetrycznie obawiać się negatywnego wpływu wyższych stóp na wzrost gosp.).

Wybiegając dalej w przyszłość, ze względu na zmiany parametrów rynku pracy oceniamy, że efekt doganiania (efekt Balassy-Samuelsona), będzie widoczny we wskaźniku inflacji w okresie najbliższych lat (wyoce prawdopodobne, że polska inflacja ze względu na rosnące koszty usług, pozostanie na „umiarkowanie-podwyższonym” poziomie, powyżej celu NBP w latach 2009 i 2010).

Stopa Fed Funds pozostawiona na poziomie 2,0%, komunikat jastrzębi, choć bez wyraźnego wskazania na sierpniową podwyżkę

Na wczorajszym posiedzeniu FOMC nie zdecydował się na zmianę parametrów polityki pieniężnej, choć decyzja nie była jednogłówna (R. Fisher preferował podwyżkę; przypomnijmy, że wcześniej był także przeciwny agresywnym obniżkom stopy bazowej).

*Naszym scenariuszem
bazowym pozostaje
podwyżka stopy
procentowej na jesieni...*

W komunikacie zaznaczono, że wysokie ceny energii, ostre warunki kredytowania oraz kontynuacja spowolnienia na rynku nieruchomości będą w kolejnych kwartałach negatywnie oddziaływać na wzrost gospodarczy. Jednakże obecna aktywność gospodarcza nie została oceniona jako słaba (tak jak w poprzednich komunikatach), lecz dostrzeżono pewne oznaki ożywienia związane z umocnieniem wydatków konsumpcyjnych. **Choć wiadomo, że wzrosty sprzedaży detalicznej powodowane są przez ulgi podatkowe – Fed najwyraźniej stał się mniej pesymistyczny odnośnie wydatków konsumpcyjnych (pomimo rekordowego spadku oczekiwań konsumentów – Conference Board).**

*...jednocześnie
zaznaczamy ryzyko, że
szok cenowy może mieć
poważne konsekwencje
dla sfery realnej, co
może skłaniać do
odłożenia podwyżek w
czasie.*

W kwestii inflacji podkreślono, że spodziewany jest jej spadek w dalszej części roku, lub nawet w roku następnym (wcześniejsze komunikaty posługiwały się bardziej precyzyjnym określeniem – „w perspektywie najbliższych kwartałów”). Wyraźnie zaznaczono duże ryzyko związane z tą prognozą, płynące głównie z wysokich cen paliw i podwyższonych oczekiwań inflacyjnych (5-letnia miara sporządzana przez Uniwersytet Michigan ustabilizowała się w maju i czerwcu na bardzo wysokim poziomie 3,4%).

W końcowej części komunikatu podkreślono, że ryzyka dla wzrostu gospodarczego (choć wciąż pozostają) uległy pewnemu zmniejszeniu, natomiast niebezpieczeństwo wyższej inflacji i oczekiwań inflacyjnych wzrosło. **Zdanie to wskazuje wyraźnie, że konieczność stabilizacji cen wysunęła się na pierwszy plan działań Fed.**

W „normalnej” fazie cyklu koniunkturalnego, wejście gospodarki w stan przypominający recesję powinno działać wystarczająco anty-inflacyjnie, aby umożliwić obniżenie stopy

bazowej do poziomu bardziej korzystnego dla wzrostu gospodarczego. Gospodarka amerykańska doznaje jednak działania dwóch szoków jednocześnie (rynek nieruchomości powiązany z problemami na rynku finansowych oraz szok cenowy). Najbliższy miesiąc da FOMC nieco czasu na obserwowanie gospodarki (kolejne posiedzenie dopiero na początku sierpnia). Naszym scenariuszem bazowym pozostaje podwyżka stopy procentowej na jesieni (prawdopodobnie kolejny komunikat będzie zawierał już wyraźne daty takiego ruchu), która ukierunkowana będzie głównie na budowanie wiarygodności banku w kontekście wysokich oczekiwań inflacyjnych (mała skala ruchu nie zaszkodzi jednocześnie sferze realnej). Jednocześnie zaznaczamy ryzyko, że szok cenowy może mieć poważne konsekwencje dla sfery realnej, co może skłaniać do odłożenia podwyżek w czasie.

Posiedzenie RPP, 30. lipca

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

* OIS – Overnight Index Swap

Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,3585	2,1538

EUR/USD 1,5675 EUR/JPY 169,20 EUR/PLN 3,3520 USD/PLN 2,1385

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Po przełamaniu oporu 1,5630/50 prawdopodobna kontynuacja trendu – test poziomów oporu 1,5730/80..

wsparcie	opór
1,5540	1,5780
1,5515	1,5730
1,5465	1,5685



Źródło: Reuter

Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Złoty pozostaje w trendzie wzrostowym, przełamanie wsparcia 3,3515 otwiera drogę na 3,3450 / 3,3250.

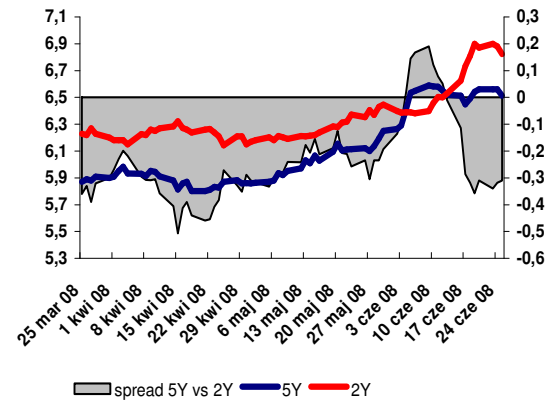
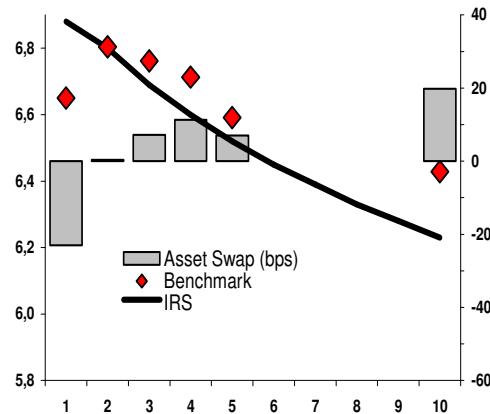
wsparcie	opór
3,3515	3,3850
3,3450	3,3780
3,3250	3,3700



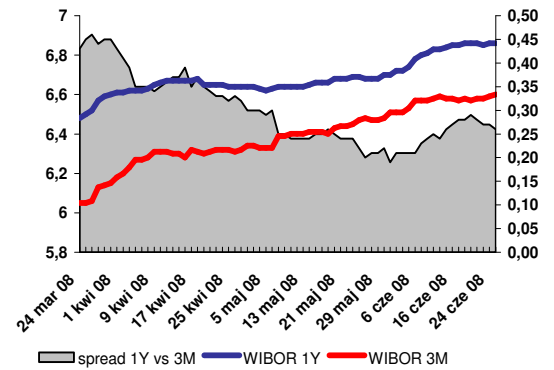
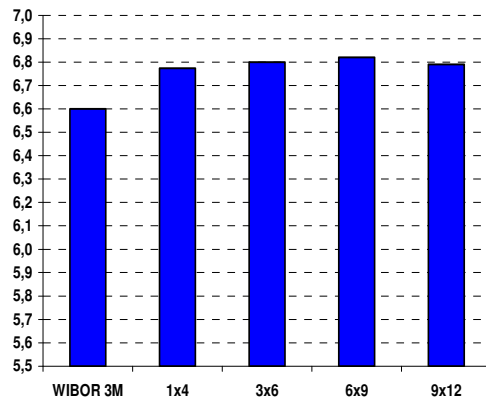
Źródło: Reuters

Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	6,85	6,91
2Y	6,78	6,82
3Y	6,67	6,71
4Y	6,58	6,62
5Y	6,50	6,54
6Y	6,43	6,47
7Y	6,37	6,41
8Y	6,31	6,35
9Y	6,26	6,30
10Y	6,21	6,25



depo	BID	ASK
ON	5,70	6,00
1M	6,11	6,30
3M	6,41	6,60
FRA	BID	ASK
1x2	6,38	6,43
1x4	6,72	6,77
3x6	6,77	6,80
6x9	6,79	6,82
9x12	6,76	6,79



UWAGA!

NINIEJSZE OPRACOWANIE STANOWI WYRAZ NAJLEPSZEJ WIEDZY AUTORÓW OPARTEJ 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 UPRZEDNIEGO 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. 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 UPRZEDNIĄ PISEMNIĄ ZGODĄ AUTORÓW.