



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**piątek, 4 lipca 2008**

STRON: 6

Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPRIEDNIO
USA: rynki zamknięte; w pozostałych krajach brak istotnych danych						

Makroekonomia

Najnowsze wypowiedzi członków RPP

Decyzja EBC zachęciła członków RPP do dalszych wypowiedzi. Głos zabrała H. Wasilewska-Trenkner, S. Nieckarz a także M. Noga i D. Filar. Nieco wcześniej wypowiedział się także S. Skrzypek.

*W dalszym ciągu
podtrzymujemy naszą
diagnozę, że podwyżka
stóp procentowych
możliwa jest w sierpniu
lub wrześniu...*

Członkini RPP nie wyklucza kolejnej podwyżki stóp procentowych, asekurowując się jednak oceną danych ze sfery realnej, które poznamy w lipcu. Wasilewska-Trenkner będzie także monitorować kurs złotego, który do tej pory był parasolem ochronnym dla gospodarki.

*...jednak uważnego
monitorowania
wymagają efekty wtórne
wzrostów cen energii
oraz kondycja sfery
realnej (tu spodziewamy
się wyraźnego
niedoszacowania
zagrożeń)*

Kurs walutowy jest także myślą przewodnią wypowiedzi **S. Nieckarza**. Zaznacza on, że aprecjacja złotego oraz podwyżki stóp doprowadziły do znacznego wzrostu indeksu restrykcyjności polityki pieniężnej (nasze obliczenia potwierdzają, że znajduje się on w bardziej restrykcyjnym terytorium niż w czasie szoku akcesyjnego w 2004 roku). Szybkość aprecjacji przekracza obecnie dynamikę wydajności pracy. Może to skutkować obniżeniem konkurencyjności eksportu i prowadzić do wzrostu deficytu C/A, co mogłoby utrudnić prowadzenie skutecznej polityki pieniężnej w przyszłości. Członek RPP uważa, że decyzja EBC nie zmienia radykalnie sytuacji. Biorąc pod uwagę, że preferuje on 1 pkt. proc. dysparytet stóp, sytuację można uznać nawet za korzystną w kontekście bieżących parametrów polityki pieniężnej.

M. Noga powtórzył w dużym stopniu swoje wcześniejsze przywiązanie do październikowej projekcji inflacyjnej. Wprawdzie zauważa on pewne elementy efektów drugiej rundy, to jednak „nie można gwałtownie podnosić stóp procentowych i na siłę dusić inflacji”.

Do projekcji sceptycznie nastawiony jest **D. Filar**. Jego zdaniem bieżące dane o inflacji bazowej sugerują, że dochodzenie inflacji do przedziału dopuszczalnych wahań może być dłuższe niż przedstawione w projekcji, co z kolei może implikować konieczność podwyżek stóp procentowych zarówno w tym, jak i w przyszłym roku. Filar czuje się także odpowiedzialny za realizację programu konwergencji (inflacja średnioroczna na poziomie 2,9% w 2009), jednak będzie to w obecnych warunkach bardzo trudne zadanie (być może założenia trzeba będzie skorygować).

S. Skrzypek podkreślił, że cykl publikacji projekcji inflacyjnych nie decyduje o cyklu działań RPP. Zaznaczył także, że RPP może nie zwlekać do października, jeśli analiza na bieżąco napływających danych wskaże na konieczność podwyżki stóp procentowych. Odnosząc się do decyzji EBC, prezes stwierdził, że zmiany parametrów polityki pieniężnej w strefie euro są brane pod uwagę przez Radę, jednak nie implikują automatycznie takich samych ruchów w Polsce. S. Skrzypek wypowiedział się także w sprawie kilku kwestii technicznych (publikacja ścieżki preferowanej stóp procentowych) o czym piszemy w osobnym fragmencie poniżej.

Podkreślamy możliwość zmiany parametrów polityki pieniężnej w sierpniu bądź wrześniu. Do tej pory RPP będzie uważnie śledzić efekty wtórne wzrostów cen energii oraz agregaty opisujące stan sfery realnej – właśnie na tym polu upatrujemy wyraźnego niedoszacowania zagrożeń, które zmaterializują się prawdopodobnie w kolejnych miesiącach. Wskaźniki koniunktury sugerują, że gospodarka wrzuciła obecnie niższy bieg (obraz jest zaskakująco spójny: zarówno wskaźniki GUS oraz PMI wskazują te same tendencje) i raczej należy liczyć się z gorszymi odczytami „twardych” danych ze sfery realnej.

Skrzypek: publikacja ścieżki stóp procentowych od nowej kadencji RPP

W kontekście polityki pieniężnej w dłuższym horyzoncie czasowym warto zwrócić uwagę na wypowiedź prezesa NBP odnośnie publikacji przez NBP oczekiwanej ścieżki zmian stóp procentowych. Z wcześniejszych informacji przedstawicieli NBP wynika, że koncepcja ta pojawiła się pod koniec ub.r. NBP chce wzorem banków centralnych Szwecji i Norwegii postawić na komunikowanie uczestnikom rynku prognozowanej ścieżki stóp, zamiast pojedynczych wypowiedzi poszczególnych członków RPP. **Nowa polityka informacyjna NBP ma zdaniem Skrzypka pomóc Radzie w zarządzaniu oczekiwaniami, poprawiając efektywność komunikacji.**

Nie jest jednak jeszcze znana forma prezentacji ścieżki (rozważany jest wykres wachlarzowy, używany do prezentacji projekcji inflacji i PKB). Otwarta pozostaje kwestia, czy ścieżka będzie publikowana przez Instytut Ekonomiczny NBP, czy też będzie zatwierdzana przez RPP (S. Skrzypek opowiada się za tym drugim rozwiązaniem). Jak powiedział prezes NBP, mimo braku entuzjazmu co do tego pomysłu wśród niektórych członków RPP, ma on nadzieję na wprowadzenie tej zmiany. **Prace mają potrwać 1-1,5 roku, jednak (naszym zdaniem ze względu na ten ostatni argument) ścieżka miałaby być publikowana dopiero za kadencji następnej RPP.**

Stopa procentowa EBC podniesiona do 4,25%

EBC wchodzi obecnie w fazę wait-and-see pozostawiając wszystkie opcje otwarte...

Decyzja ECB była zgodna z oczekiwaniami, niemniej jednak ani komunikat wygłoszony po posiedzeniu, ani dodatkowe komentarze J-C. Tricheta nie sugerowały nagłej konieczności dalszych podwyżek.

Wczorajsza podwyżka stóp procentowych wymierzona była głównie w oczekiwania inflacyjne, których umocnienie mogłoby prowadzić do dalszej intensyfikacji żądań płacowych. Tym samym EBC wywiązał się z wcześniejszych zapowiedzi i jastrzębia retoryka wsparta została konkretnymi działaniami. **Komunikat po posiedzeniu podkreśla ryzyka dla inflacji** (płynące z wysokich cen paliw i żywności a także utrzymującej się wysokiej dynamiki podaży pieniądza), **biorąc pod uwagę także istotne zagrożenia dla oczekiwanej ścieżki „umiarkowanego” wzrostu gospodarczego** (związane głównie wysokimi cenami surowców i ich potencjalnym wpływem na konsumpcję i inwestycje).

...a szczególnemu monitoringowi poddany zostanie proces negocjacji płacowych oraz sfera realna gospodarki, choć ta może zaskakiwać raczej negatywnie.

Ostatnie wskazania indeksów PMI okazały się gorsze od oczekiwań i obniżyły się poniżej bariery oddzielającej wzrost od kontrakcji. **Obraz sfery realnej wyraźnie pogarsza się, a ryzyka dla wzrostu gospodarczego podkreślane w kolejnych komunikatach powoli przybierają na sile.** Gospodarka strefy euro wydaje się jednak jak do tej pory na tyle silna, że wysokie żądania płacowe pracowników mogą zostać zaspokojone; dobra sytuacja na rynku pracy nie działa w tym przypadku aż tak dyscyplinująco jak w USA. Stąd też **komunikat zawiera sporo elementów odwołujących się bezpośrednio do zachowań konsumentów** (w kontekście negocjacji płacowych) **oraz producentów** (w zakresie polityki cenowej) powołując się na obopólne „powinności” w tym zakresie.

W obecnej chwili nie można wykluczyć dalszych podwyżek stóp, choć rozpoczęcie na nowo cyklu zacieśnienia monetarnego wydaje się nieprawdopodobne. EBC wchodzi obecnie w fazę *wait-and-see* w trakcie której szczególnie pilnie śledzone będą oczekiwania inflacyjne oraz efekty wtórne wzrostów cen energii w miernikach inflacji bazowej. Niemniej ważne pozostaje zachowanie sfery realnej, choć w tym aspekcie najbliższe publikacje mogą być źródłem raczej niemiłych niespodzianek, które mogą zachęcić EBC do zajęcia *explicite* bardziej zbilansowanego stanowiska (obecnie mimo wszystko nacisk położony jest na stabilizację cen).

USA: słabe dane z rynku pracy, intensyfikacja zagrożeń dla sektora usług

Wczorajsze dane okazały się negatywnym zaskoczeniem. Choć liczba zlikwidowanych miejsc pracy okazał się niemal zgodna z konsensusem (62 tys. wobec oczekiwanych 60 tys.), łączna skala rewizji w dół za ostatnie dwa miesiące wyniosła aż 52 tys., stopa bezrobocia pozostała na poziomie 5,5% a tygodniowa liczba nowo-zarejestrowanych bezrobotnych przekroczyła 400 tys.

W dalszym ciągu „normalizacja” stóp procentowych na jesieni jest możliwa. Nie wydaje się jednak, że Fed wejdzie na regularną ścieżkę podwyżek przed wyklarowaniem się sytuacji na rynku pracy.

Wprawdzie spadki zatrudnienia w usługach, na które wskazywał indeks ADP, nie potwierdziły się, tempo wzrostu kreacji nowych miejsc pracy w tym sektorze gwałtownie wyhamowało. Znajduje to potwierdzenie także w najnowszym odczycie indeksu ISM dla tego sektora (48,2 pkt.), który ponownie znalazł się poniżej poziomu 50 pkt. notując spadek znacznie wyższy od oczekiwań rynkowych. Warto zwrócić uwagę na nagły spadek oszacowania indeksu zatrudnienia, który znalazł się na poziomie 43,8 pkt. Podobną skalę spadku odnotował także indeks opisujący stan nowych zamówień.

Słabość rynku pracy implikuje, że obserwowane ożywienie konsumpcji będzie jedynie zjawiskiem wyłącznie krótkookresowym a dochodzenie do ścieżki zbliżonej do zrównoważonego wzrostu – rozciągnięte w czasie. Choć wysokie oczekiwania inflacyjne mają w obecnej chwili małą szansę na przekształcenie się w wyższe żądania płacowe, jednorazowa „normalizacja” stopy procentowej wydaje się wciąż prawdopodobna w celu ostatecznego przypięczonego wiarygodności banku po gwałtownych ruchach z początku roku. Nie wydaje się jednak, że Fed wejdzie nie ścieżkę zacieśnienia polityki pieniężnej zanim problemy na rynku pracy przestaną się intensyfikować – z tego powodu wszelkie spekulacje odnośnie serii podwyżek należy odłożyć do następnego roku.

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
3,3559	2,1140

EUR/USD 1,5715 EUR/JPY 167,70 EUR/PLN 3,3340 USD/PLN 2,1215

Kurs EUR/USD wyraźnie zniżył się (do poziomu 1,5694) po publikacji komunikatu EBC, który został odebrany przez inwestorów jako niespodziewanie gołębi. Umocnienia dolara nie zatrzymały słabe publikacje z amerykańskiego rynku pracy a także znacznie gorszy od oczekiwań indeks ISM. Dziś w USA Święto Niepodległości, oczekujemy zatem spokojnej sesji.

EUR/PLN złamał wczoraj bariery 3,3500 oraz 3,3400 kończąc dzień na poziomie 3,3346. Kurs złotego wspomogła decyzja EBC o podwyżce stóp, a także po części wypowiedzi członków RPP. Do skali umocnienia złotego przyczyniły się zlecenia stop-loss na długich pozycjach w euro.

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Skala wyprzedzaży euro sugeruje zmianę trendu, ewentualną korektę ograniczającą poziomy oporu 1,5750-90. Potwierdzeniem (zmiany trendu) będzie przełamanie wsparcia 1,5680/1,5650.

wsparcie	opór
1,5680	1,5890
1,5640	1,5790
1,5570	1,5750



Źródło: Reuter

Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Możliwa korekta po wczorajszym umocnieniu złotego (test poziomu oporu 3,3450, ewentualnie 3,3500); kolejne dni mogą przynieść kontynuację trendu oraz test poziomów wsparcia 3,3250/3,3100 (gdzie możliwa jest realizacja zysków).

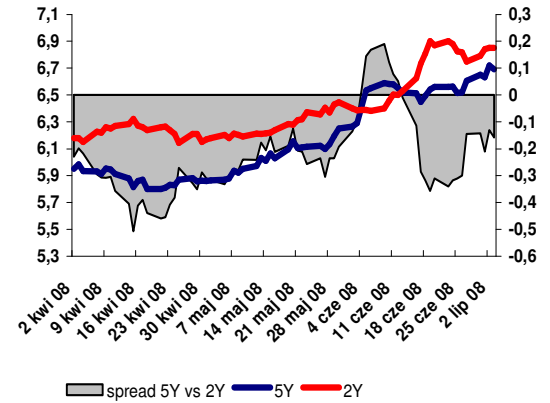
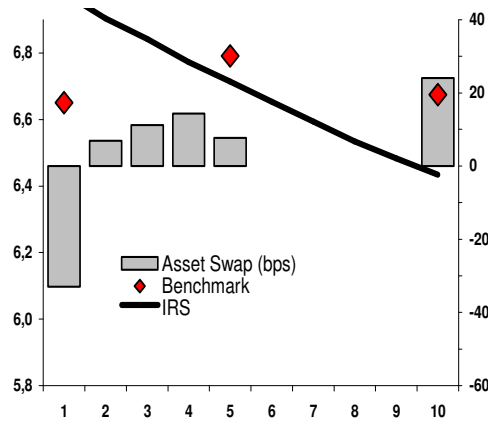
wsparcie	opór
3,3300	3,3650
3,3250	3,3500
3,3100	3,3450



Źródło: Reuters

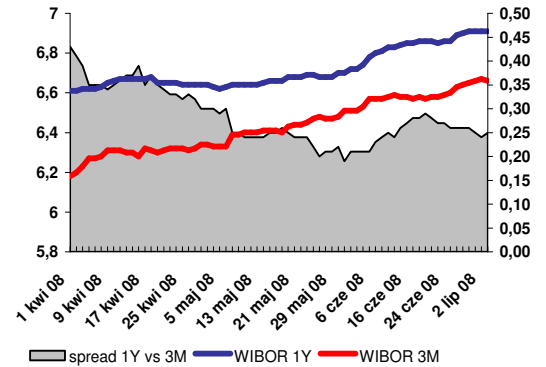
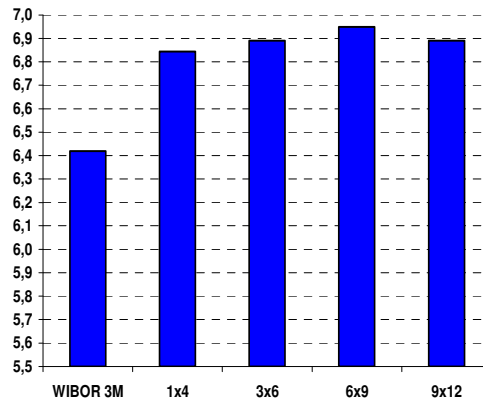
Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	6,95	7,01
2Y	6,88	6,92
3Y	6,82	6,86
4Y	6,75	6,79
5Y	6,69	6,74
6Y	6,63	6,68
7Y	6,57	6,62
8Y	6,51	6,56
9Y	6,46	6,51
10Y	6,41	6,46



depo	BID	ASK
ON	5,50	6,00
1M	6,14	6,34
3M	6,22	6,42

FRA	BID	ASK
1x2	6,47	6,52
1x4	6,79	6,84
3x6	6,84	6,89
6x9	6,90	6,95
9x12	6,86	6,89



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 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. JAKĄKOLWIEK ODPOWIEDZIALNOŚĆ BRE BANKU SA, JEGO 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 UPRZEDNIĄ PISEMNIĄ ZGODĄ AUTORÓW.