



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, 23 lipca 2008**

STRON: 5

Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
GBR	10:30	BoE "Minutes"	-	-	-	-
USA	20:00	Beżowa Księga	-	-	-	-

Makroekonomia

Wszystkie miary inflacji bazowej wzrosły w czerwcu

Inflacja netto wzrosła w czerwcu do 3,4% r/r z 3,2% zanotowanych w maju. Nowa miara inflacji bazowej (inflacja po wyłączeniu żywności i energii) wzrosła do 2,2% z 2,1% w poprzednim miesiącu. Wzrost w ujęciu rocznym zanotowany został we wszystkich publikowanych wskaźnikach inflacji bazowej, w tym inflacja bazowa liczona jako 15% średnia odcięta wzrosła do poziomu 4,9%. **Wzrost inflacji bazowej, pomimo iż takich wyników należało się spodziewać na podstawie danych opublikowanych przez GUS już 15 lipca, wywołał pogorszenie nastrojów na rynku stopy procentowej oraz wzrost oczekiwań na podwyżki stóp procentowych.**

Coraz wyższe odczyty inflacji i inflacji bazowej w przynajmniej w kolejnych trzech miesiącach powinny przyczynić się do coraz ostrzejszych komentarzy ze strony RPP i w efekcie wspierać oczekiwania na dalsze zacieśnienie polityki pieniężnej.

Inflacja bazowa będzie rosła przez najbliższe miesiące, jeśli nie kwartały. Szacujemy, że przekroczy ona w tym roku poziom 4% r/r, nowa miara inflacji bazowej, inflacja po wyłączeniu cen energii i żywności, przekroczy zaś 3% (obie miary za sprawą efektów bazy skokowo wzrosną w sierpniu). Coraz wyższe odczyty inflacji i inflacji bazowej w przynajmniej w kolejnych trzech miesiącach powinny przyczynić się do coraz ostrzejszych komentarzy ze strony RPP i w efekcie wspierać oczekiwania na dalsze zacieśnienie polityki pieniężnej.

Dla rynku stopy procentowej nie bez znaczenia jest fakt, że polska inflacja wykazuje (przynajmniej w horyzoncie kilkumiesięcznym) odmienny trend niż inflacja w Czechach i na Węgrzech. Pamiętajmy, że obniżenie inflacji w tych krajach stało się po części przyczyną polepszenia sentymentu na polskim rynku stopy procentowej. Taka geneza ostatniego *rally* na polskich obligacjach może w połączeniu ze wzrostami inflacji w kolejnych miesiącach przyczynić się do wzrostu rentowności na całej krzywej dochodowości.

Umysły polityków i gospodarstw domowych rozpali jutro debata o drożyznie. Coraz większa uwaga mediów skupiona na rosnącej inflacji i płacach zwiększa ryzyko realizacji scenariusza utrwalenia wysokich oczekiwań inflacyjnych. Podsumowując, **przynajmniej w krótkim okresie, o kierunku dla rynku stopy procentowej decydować będzie sfera nominalna. Istotność sfery realnej (patrz spowolnienie gosp. i oczekiwania, że gorsza kondycja strony podażowej przyczyni się wreszcie do obniżenia dynamiki płac) wzrośnie prawdopodobnie w IV kw. tego roku.**

Najnowsze wypowiedzi członków RPP

Wczoraj byliśmy świadkami wypowiedzi aż czterech członków RPP: Filara, Czekaja, Nogi i Nieckarza.

Inflacja bazowa na poziomie 2% gwarantuje łatwy powrót do celu

Filar powtórzył wcześniejsze argumenty, że inflacja bazowa jest za wysoka (wyższa od założonej w projekcji); poziom 2% pozwoliłby na łatwy powrót do celu. W trakcie debaty o cenach w senacie wspominał, że rząd może przyczynić się do spadku presji inflacyjnej poprzez reformy przyciągające inwestorów zagranicznych, uelastycznienie rynku pracy oraz kontrolowanie wydatków budżetowych, aby nie generować dodatkowego popytu. Filar wspominał także, że RPP oddziałuje na oczekiwania – stąd ważna rola rozpowszechnienia informacji, że okres dochodzenia do celu może się w bieżących warunkach wydłużyć (ale zostanie osiągnięty).

Podwyżki uzależnione od wzrostu płac

Noga uważa z kolei, że prawdopodobna jest jeszcze jedna podwyżka z uwagi na szybko rosnące płace. Można z nią jednak poczekać do października, kiedy RPP będzie dysponowała większym zestawem danych. W innym wywiadzie (tego samego dnia) członek RPP zasugerował, że z podwyżki można by zrezygnować, gdyby dynamika płac zwolniła do czasu październikowego odczytu (dane za wrzesień).

Obecna polityka pieniężna jest restrykcyjna a inflacja „wcale nie należy do najwyższych”

Czekaj również nie oczekiwałby reakcji ze strony RPP w lipcu i sierpniu. RPP prowadzi już i tak restrykcyjną politykę pieniężną a inflacja „wcale nie należy do najwyższych” (w regionie), poza tym – wynika obecnie głównie z czynników poza kontrolą RPP. Kluczowym dla dalszych decyzji będzie wskaźnik inflacji za wrzesień oraz kolejne dane, które mogą zweryfikować hipotezę o nadejściu spowolnienia gospodarczego. Gdyby gospodarka zaczęła gwałtownie hamować, RPP mogłaby myśleć o obniżkach; Czekaj nie spodziewa się jednak realizacji takiego scenariusza.

Dyskusje o podwyżkach są przesadzone

Najbardziej gołębnie argumenty wytoczył **Nieckarz**. Jest on poważnie zaniepokojony perspektywami wzrostu gospodarczego. Presję inflacyjną ogranicza natomiast silny złoty, który pomoże sprowadzić inflację do celu przy bieżącym poziomie stóp procentowych. Członek RPP uważa, że obecne dyskusje o podwyżkach kosztów kredytu są przesadzone.

Obraz nastrojów w Radzie nie zmienił się praktycznie od czasu ostatnich wypowiedzi opisywanych członków. RPP w dalszym ciągu balansuje wśród zagrożeń dla wzrostu gospodarczego i inflacji. W najbliższym czasie dominujące mogą okazać się obawy o wzrost inflacji. Podtrzymujemy pogląd o możliwości podwyżki stóp procentowych na sierpniowym lub wrześniowym posiedzeniu.

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
3,2230	2,0235

EUR/USD 1,5790 EUR/JPY 169,35 EUR/PLN 3,2370 USD/PLN 2,0500

Złoty (tak zresztą jak pozostałe waluty regionu) gwałtownie osłabił się po wczorajszych wypowiedziach przedstawicieli Banku Centralnego Czech wskazujących na możliwość obniżek stóp procentowych w czeskiej gospodarce. Wczorajsze tąpnięcie na nowo podgrzało oczekiwania na korektę na złotym (wielu uczestników rynku ostatnie umocnienie złotego przypisuje tylko i wyłącznie działaniu spekulantów i oczekuje rychłego powrotu do wartości uznawanych za bliższe kursowi równowagi). Naszym zdaniem najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest osłabienie się złotego do poziomu 2,26 po czym popyt ze strony eksporterów w połączeniu z oczekiwaniami na dalsze podwyżki zapobiec powinny dalszej deprecjacji złotego.

Spadek cen ropy w połączeniu z wypowiedziami przedstawiciela Fed Plossera o konieczności podwyżek stóp oraz komentarzami sekretarza skarbu Paulsona o istotności umocnienia dolara przełożył się na istotne wzmocnienie amerykańskiej waluty. Kurs EUR/USD spadł z poziomu 1,5944 do poniżej 1,58 podczas sesji amerykańskiej. W czasie sesji dalekowschodniej dolar wymieniany był w wąskim przedziale poniżej 1,58 wobec euro. Istotne dane zostaną opublikowane dopiero jutro.

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Konsolidacja poniżej 1,5810 oznacza kontynuację korekty oraz test poziomów wsparcia 1,5750/25. Silny poziom wsparcia ok. 1,5690/80.

wsparcie	opór
1,5750	1,5875
1,5725	1,5835
1,5690	1,5810



Źródło: Reuter

Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Prawdopodobny test poziomu oporu 3,2500; przełamanie otwiera drogę na 3,2600/3,2655 (możliwe stoplosy powyżej tego poziomu).

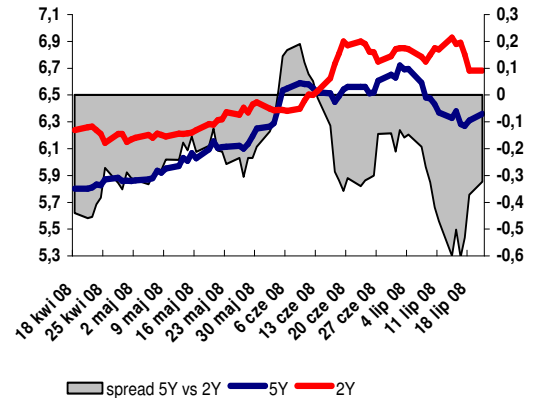
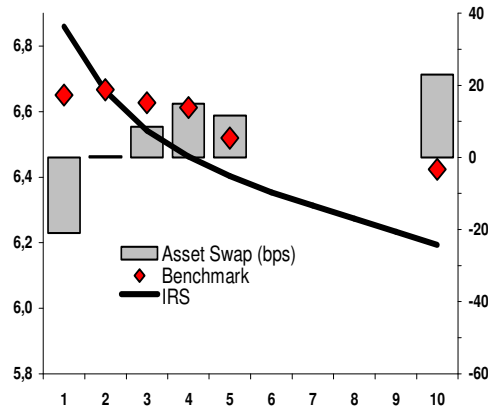
Wsparcie	opór
3,2170	3,2655
3,2120	3,2600
3,2000	3,2500



Źródło: Reuters

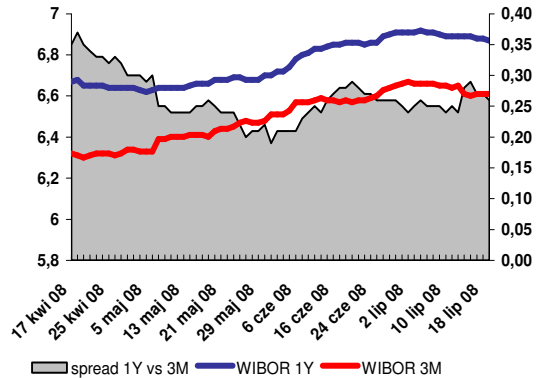
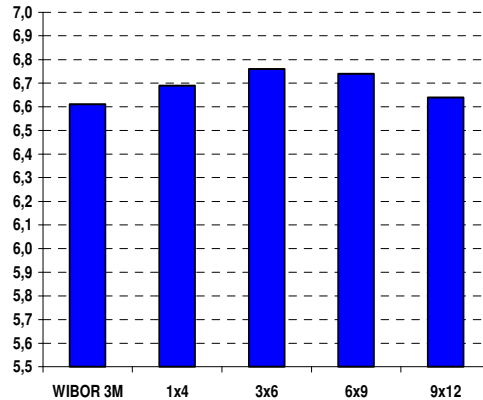
Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	6,84	6,88
2Y	6,64	6,68
3Y	6,52	6,56
4Y	6,44	6,48
5Y	6,38	6,43
6Y	6,33	6,38
7Y	6,29	6,34
8Y	6,25	6,30
9Y	6,21	6,26
10Y	6,17	6,22



depo	BID	ASK
ON	5,43	5,93
1M	6,08	6,28
3M	6,41	6,61

FRA	BID	ASK
1x2	6,31	6,36
1x4	6,64	6,69
3x6	6,71	6,76
6x9	6,71	6,74
9x12	6,61	6,64



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.