



JACEK KOTŁOWSKI TEL. 829 0183
ERNEST PYTLARCYK TEL. 829 0166
ARTUR ULBRICH TEL. 829 1207
WOJCIECH TRZEPIZUR TEL. 829 0188
E-MAIL: research@brebank.com.pl

STRON: 1

Daily Letter

czwartek, 26 kwietnia 2007

Makroekonomia

RPP podniosła stopy

Rada podniosła stopy procentowe o 25 bps. Komunikat po posiedzeniu miał wydźwięk jastrzębi, jednak dość mocno kontrastowały z nim wypowiedzi podczas konferencji prasowej

Kwietniowa projekcja inflacyjna okazała się w całym horyzoncie niższa od styczniowej, jednak nie uwzględnia ona danych marcowych; projekcja lipcowa powinna być bardziej pesymistyczna

Wczoraj RPP zgodnie z oczekiwaniami podniosła wszystkie stopy procentowe o 25 bps. Obecnie stopa repo wynosi 4,25%. Komunikat po posiedzeniu miał wydźwięk raczej „jastrzębi”. W bilansie ryzyk Rada wskazała, że „w średnim okresie prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego jest wyższe niż prawdopodobieństwo, że inflacja będzie niższa od celu, co skłoniło Radę do zacieśnienia polityki pieniężnej”. Ponadto zdaniem Rady „w najbliższych kwartałach utrzyma się wysokie tempo wzrostu popytu krajowego, najprawdopodobniej przewyższające tempo wzrostu potencjalnego PKB, co będzie oddziaływać w kierunku stopniowego narastania presji płacowej i inflacyjnej”. W ten sposób RPP wytłumaczyła dlaczego podnosi stopy pomimo niskiego obecnie poziomu inflacji i jednocześnie dała sygnał, że w przyszłości można spodziewać się kolejnych podwyżek.

Z komunikatem dość ostro kontrastowały natomiast wypowiedzi członków Rady obecnych na konferencji. **Prezes Skrzypek dwukrotnie podkreślił, że komunikatu nie należy interpretować jako zapowiedzi sekwencji podwyżek stóp, a prof. Sławiński dodał, że obecna podwyżka ma charakter wyprzedzający.**

Naszym zdaniem obecna podwyżka stanowi jednak początek cyklu zaostrzenia polityki pieniężnej. W projekcji kwietniowej nie uwzględniono danych marcowych, które okazały się wyższe od wcześniejszych oczekiwań (także NBP). Sądzymy, że również kolejne dane za kwiecień i maj pokażą wyższą ścieżkę wzrostu i wyższą inflację niż zakłada kwietniowa projekcja. Jest niemal pewne, że lipcowa projekcja będzie bardziej pesymistyczna dla inflacji (i to zarówno w krótkim jak i długim okresie), co w naszej opinii skłoni RPP do kolejnej podwyżki o 25 bps. Uważamy, że przy utrzymującym się wysokim tempie wzrostu PKB i coraz szybciej rosnącej presji inflacyjnej, pomimo obecnych gołębih komentarzy członków RPP, **Rada podniesie w tym roku stopy o kolejne 50 bps, a następnym o 75 bps.** Jest przy tym bardzo prawdopodobne, że w najbliższym okresie wypowiedzi części członków Rady będą nadal utrzymywane w dość gołębih tonie. Sądzymy jednak, że niektórzy członkowie RPP są świadomi konieczności głębszych podwyżek stóp, czego dowodem może być komunikat, znacznie bardziej jastrzębi niż wypowiedzi obecnych na konferencji członków Rady. Warto przy tym podkreślić, że **w komunikacie nie znalazło się stwierdzenie o prewencyjnym, czy wyprzedzającym charakterze podwyżki.**

Warto zauważyć, że kwietniowa projekcja pokazała niższą ścieżkę inflacji niż projekcja styczniowa. Nie oznacza to jednak spadku roli projekcji w procesie decyzyjnym RPP. Wprost przeciwnie, sądzymy, że wiarygodność projekcji dość istotnie wzrosła i w kolejnych kwartałach projekcja będzie dla Rady ważnym czynnikiem podejmowania decyzji.

Wysoki wzrost sprzedaży detalicznej

Dane o sprzedaży detalicznej potwierdzają skalę ożywienia gospodarczego obserwowaną w ostatnich miesiącach, rośnie przy tym dynamika cen sprzedaży detalicznej

Według danych GUS sprzedaż detaliczna wzrosła w marcu o 19,6% w stosunku do lutego i o 19,2% wobec marca zeszłego roku. Realnie wzrost sprzedaży w skali roku wyniósł 17,7%. Dane te są wyższe od oczekiwań rynku, w tym również naszych i potwierdzają skalę ożywienia obserwowaną w ostatnich miesiącach. **Według naszych wstępnych szacunków dynamika wzrostu gospodarczego w pierwszym kwartale wyniosła 7,5-7,6%, a w drugim będzie zbliżona do 7%.**

Już kolejny miesiąc z rzędu rośnie dynamika cen sprzedaży detalicznej. Ze względu na to, iż struktura sprzedaży różni się od struktury koszyka CPI, dane o wzroście cen sprzedaży można traktować jako dodatkową informację na temat presji inflacyjnej w gospodarce. Naszym zdaniem presja ta w ostatnich miesiącach zaczyna stopniowo narastać. **Spadające ceny dóbr tradables nie są już w stanie zamortyzować wzrost cen w kategoriach nie-podlegających wymianie międzynarodowej.** Z tego względu wskaźnik CPI będzie stopniowo rósł osiągając poziom 2,6% na koniec roku i 3,0% w przyszłym roku.

Bezrobocie zgodne z oczekiwaniami

Stopa bezrobocia na koniec marca spadła do 14,4% (14,9% w lutym), co jest zgodne ze wstępnymi szacunkami MPiPS. GUS potwierdził bardzo silny spadek liczby bezrobotnych – o 98,7 tys. (w poprzednich latach spadek nie przekraczał 45 tys.). W kwietniu stopa bezrobocia spadnie naszym zdaniem do 13,8%.

Warto zwrócić uwagę na to, że znaczna część bezrobocia ma już w tej chwili charakter strukturalny – jak podaje GUS, 64% bezrobotnych to osoby z wykształceniem co najwyżej gimnazjalnym lub zasadniczym zawodowym, z niedużym (jak sądzimy) potencjałem do przekwalifikowania. **Naszym zdaniem w najbliższym czasie można spodziewać się dalszego wzrostu presji płacowej, co z pewnością będzie wymieniane jako najważniejszy czynnik ryzyka przez RPP.**

Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,7838	2,7741

EUR/USD 1,3650 EUR/JPY 161,90 EUR/PLN 3,7730 USD/PLN 2,7640 (23,6% wzg. koszyka).

Techniczny trading zdominował sesję europejską – po okresie konsolidacji EUR/USD w paśmie 1,3620-40 (sesja azjatycka) inwestorzy przystąpili do wzmożonych zakupów euro; kontynuacja trendu przyniosła w drugiej połowie dnia test poziomu oporu 1,3665 (1,3659). Aprecjacje wspólnej waluty wspierała publikacja niemieckiego indeksu Ifo (108,6 pkt.); pozytywne dane dot. niemieckiej gospodarki podtrzymują oczekiwania na kolejne podwyżki stóp przez ECB.. Realizacja zysków na długich pozycjach w euro ok. 1,3650-60 skutecznie powstrzymywała EUR/USD poniżej kluczowego poziomu oporu – tj. 1,3665/70), korekta nastąpiła jednak dopiero po publikacji danych makro z USA; zamówienia na dobra trwałe w USA wzrosły o 3,4% (wobec oczekiwanych 2,5%).. w efekcie kurs EUR/USD zniżył się do poziomu 1,3621. Nastroje wobec dolara ponownie uległy pogorszeniu po publikacji mniej korzystnych danych z rynku nieruchomości (sprzedaż nowych domów w USA w marcu wyniosła jedynie 858,000, skorygowano również dane za poprzedni okres), kurs euro zwyżkował pod koniec dnia do poziomu 1,3665; równocześnie EUR/JPY osiągnął poziom 162,01 a funt ponownie umocnił się wzg. dolara (2,0060/65). Osłabienie dolara oraz jena (szczególnie wzg. euro) sprzyjało kontynuacji trendu wzrostowego złotego, w godzinach

porannych kurs EUR/PLN przełamał poziom wsparcia 3,78 EUR/PLN (3,7785) jednakże realizacja zysków przed decyzją RPP ograniczyła dalsze umocnienie złotego. Kolejne godziny przyniosły konsolidację w paśmie 3,7810-90 EUR/PLN przy umiarkowanym wolumenie transakcji. Oczekiwana powszechnie decyzja RPP o podwyżce (25bp) posłużyła za pretekst do ponownej wyprzedaży euro; rynek pozytywnie przyjął wcześniejszą publikację danych makro (sprzedaż detaliczna +19,2% r/r), w efekcie kurs EUR/PLN zniżył w godzinach popołudniowych do poziomu 3,7707 (odp. 2,7625 USD/PLN). Pod koniec dnia notowania złotego ustabilizowały się ok. 3,7755 EUR/PLN.

Wczorajsza próba przełamania historycznego maksimum (oporu 1,3665) EUR/USD nie powiodła się, jednakże o ile ewentualna korekta pozostanie ograniczona (do poziomów 1,3620/10) to prawdopodobna wydaje się kontynuacja trendu – bezpośrednim celem po przełamaniu 1,3665 jest 1,3690/1,3700 a kolejnym poziomem oporu 1,3750/70 EUR/USD. Komunikat RPP okazał się mniej zdecydowany niż tego oczekiwał rynek, nie zmienił jednak oczekiwań wzg. dalszego zacieśniania polityki monetarnej przez Radę. Prawdopodobne wydaje się dalsze umocnienie złotego, kluczowym poziomem wsparcia w krótkim terminie jest 3,7500 EUR/PLN.

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Konsolidacja powyżej 1,3610/20 sugeruje kontynuację trendu tj. ponowną próbę przełamania oporu 1,3665 w krótkim terminie; prawdopodobna realizacja zysków ok. 1,3700 oraz 1,3750.

wsparcie	opór
1,3610	1,3750/70
1,3590	1,3700
1,3540	1,3665



Źródło: Reuters

Krótkoterminowe prognozy, Złoty

EURPLN		
SPOT	3,7725	3,7750
ATM	BID	ASK
1 W	5,50	6,50
1 M	5,50	6,50
2 M	5,50	6,50
3 M	5,50	6,50
6 M	5,75	6,45
1 Y	5,85	6,55
DELTA = 25		
	1 M	1 Y
RR	0,85	1,20
Fly	0,30	0,40

Przełamanie wsparcia 3,7770 otwiera drogę na 3,7650/3,7500 .. złoty staje się jednak bardziej wrażliwy na ewent. realizację zysków (piątkowe posiedzenie BoJ może dostarczyć pretekstu do korekty na rynkach wschodzących).

wsparcie	opór
3,7710	3,8150
3,7650	3,8000
3,7500	3,7900

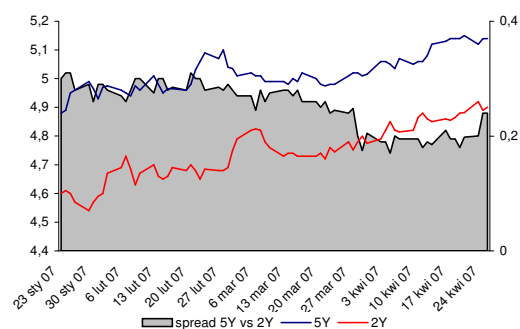
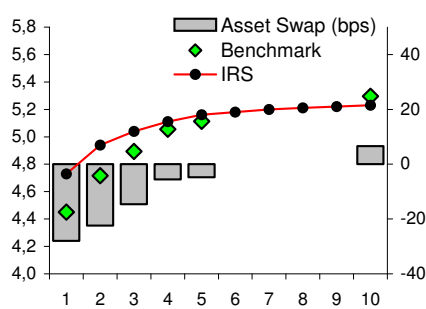


Źródło: Reuters

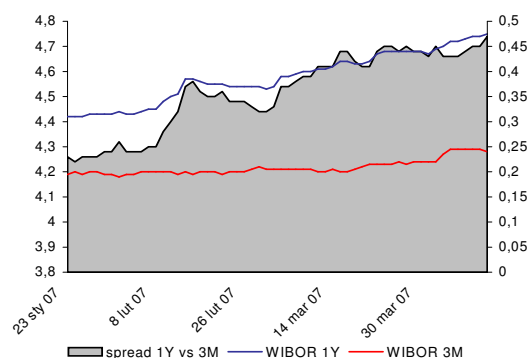
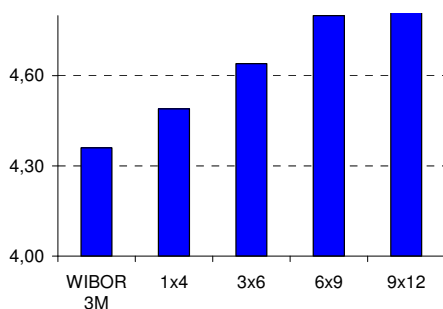
USDPLN		
SPOT	2,7631	2,7651
ATM	BID	ASK
1 W	6,50	7,50
1 M	7,00	8,00
2 M	7,00	8,00
3 M	7,00	8,00
6 M	7,15	7,85
1 Y	7,15	7,85
DELTA = 25		
	1 M	1 Y
RR	1,20	1,30
Fly	0,35	0,60

Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	4,68	4,78
2Y	4,89	4,99
3Y	4,99	5,09
4Y	5,06	5,16
5Y	5,11	5,21
6Y	5,13	5,23
7Y	5,15	5,25
8Y	5,16	5,26
9Y	5,17	5,27
10Y	5,18	5,28



depo	BID	ASK
ON	2,75	3,10
1M	4,15	4,35
3M	4,17	4,36
FRA	BID	ASK
1x2	4,35	4,42
1x4	4,43	4,49
3x6	4,58	4,64
6x9	4,76	4,80
9x12	4,86	4,90



Najważniejsze wydarzenia i publikacje danych makroekonomicznych czwartek, 26 kwietnia 2007

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
Polska	10:00	Projekcja inflacyjna	Kwiecień	-	-	-
Czechy	Ok. 12:00	Decyzja banku centralnego	Kwiecień	2,50%	2,50%	2,50%
USA	14:30	Liczba nowych bezrobotnych	21 kwietnia	-	330 tys.	339 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. BANK NIE PONOSI ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA SKUTKI DECYZJI PODJĘTYCH NA PODSTAWIE POWYŻSZEGO OPRACOWANIA I ZAWARTYCH W NIM TREŚCI. KWOTOWANIA ZAWARTE W DOKUMENCIE SĄ ŚREDNIMI POZIOMAMI ZAMKNIĘCIA RYNKU MIĘDZYBANKOWEGO Z DNIA POPRZEDNIEGO I MAJĄ CHARAKTER WYŁĄCZNIE INFORMACYJNY, NIE SĄ ZATEM OFERTĄ KUPNA LUB SPRZEDAŻY WYMIENIONYCH W NIM INSTRUMENTÓW ANI TEŻ PROPOZYCJĄ DOKONANIA JAKIEJKOLWIEK INWESTYCJI. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPZEDNIĄ ZGODĄ AUTORÓW.