



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](mailto:research@brebank.com.pl)

**Daily Letter****czwartek, 29 maja 2008**

STRON: 4

## Makroekonomia

### RPP nie zmieniła stóp procentowych

*Spodziewamy się kolejnej podwyżki stóp już na czerwcowym posiedzeniu. Wyższa inflacja za maj (nasza prognoza 4,4% r/r) powinna wygenerować odpowiednie oczekiwania rynkowe na dalsze zacieśnienie.*

Zgodnie z oczekiwaniami, RPP utrzymała stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Komunikat z posiedzenia wskazuje jednak na możliwość dalszego zacieśnienia monetarnego. Przechodząc do analizy samego majowego komunikatu odnajdujemy w nim bardzo niewiele zmian z porównaniu z komunikatem kwietniowym. RPP wyraźniej podkreśliła mechanizm generowania wtórnych wzrostów cen przez wyższe ceny energii i żywności. Ostatnie akapity komunikatu, których celem jest, powiedzmy, komunikacja z rynkiem i kształtowanie oczekiwań co do dalszych decyzji, pozostały literalnie niezmienione w porównaniu z poprzednim komunikatem. **RPP utrzymała więc diagnozę, że prawdopodobieństwo wyższej inflacji nadal dominuje, a obniżenie inflacji może wymagać dalszego zacieśnienia monetarnego. Rada uznała również, że pełniejsza ocena perspektyw dla inflacji będzie możliwa po zapoznaniu się gremium z projekcją inflacji.**

Na konferencji po posiedzeniu członkowie Rady wskazywali ponownie na istotność projekcji dla dalszych decyzji. Tą strategię potwierdził również M. Noga w wywiadzie prasowym. Zdaniem Nogi, RPP powinna była podwyższyć stopy na bieżącym posiedzeniu w obliczu rosnącej presji płacowej i rosnącej inflacji (na koniec roku Noga podwyższył swoją prognozę inflacji z 4,0 do 4,4%). Noga spodziewa się również nieco wyższej ścieżki czerwcowej projekcji inflacyjnej. **Naszym zdaniem projekcja może wskazać na wyższą inflację w najbliższych 2-3 kwartałach (nieuwzględniona w poprzedniej projekcji podwyżka cen gazu, wyższe ceny ropy). Uwzględnienie w projekcji mocniejszego złotego, podwyżek stóp oraz niższych perspektyw dla wzrostu gosp. latach 2009 i 2010 powinno obniżyć jej dłuższy koniec.**

Spodziewamy się kolejnej podwyżki stóp już na czerwcowym posiedzeniu. Wyższa inflacja za maj (nasza prognoza 4,4% r/r) powinna wygenerować odpowiednie oczekiwania rynkowe na dalsze zacieśnienie. **Czerwcową podwyżką może być (przejściowo) odebrana natomiast jako kończąca cykl (tu duży wpływ może mieć kształt ścieżki projekcji inflacyjnej). W perspektywie kolejnych miesięcy podtrzymujemy nasze szacunki „uporczywego” wzrostu inflacji bazowej, generowania oczekiwań na kolejne podwyżki (ryzyko dalszego zacieśnienia, wbrew dzisiejszej diagnozie Rady będzie znaczne właśnie w związku z wysoką inflacją bazową, wzrostem płac i obawą przed efektami drugiej rundy) i oddalenia w czasie perspektywy obniżek stóp procentowych.**

## Polska spłaci przedterminowo dług wobec Francji

*Wcześniejsza spłata zobowiązań wobec Klubu Paryskiego mogłaby przynieść korzyści dla Polski, jednak nie wydaje się aby pozostali wierzyciele wyrazili zgodę na przedterminową spłatę zobowiązań.*

**Zgodnie z wczorajszymi ustaleniami zawartymi podczas polsko-francuskiego szczytu, spłata zobowiązań w kwocie nominalnej 347 mln EUR nastąpi 30. września** (wraz z odsetkami i płatnościami kapitałowymi przypadającymi na ten dzień). Francja jest obecnie największym z polskich wierzycieli skupionych w Klubie Paryskim. Przedterminowa spłata całości kredytu sprawi, że liczba państw wierzycielskich reprezentowanych w Klubie zmniejszy się do sześciu, a **całkowity wolumen pozostającego do spłaty zadłużenia wyniesie nominalnie ok. 714 mln EUR.**

Wcześniejsza spłata zobowiązań kredytowych może w dłuższej perspektywie skutkować podwyższeniem ratingu polskiego długu. **Z tego względu decyzja o przedterminowej spłacie może przynieść korzyści dwojakiego rodzaju. Po pierwsze**, konwersja długu kredytowego na obligacje (jak do tej pory Ministerstwo nie podało szczegółów odnośnie finansowania wcześniejszej spłaty) pozwala na większą elastyczność dopasowania harmonogramu spłat. **Po drugie**, możliwe podniesienie *ratingu* daje jednoznaczne korzyści w postaci zmniejszenia kosztów obsługi papierów dłużnych. Z tego względu Polska byłaby prawdopodobnie zainteresowana jak najwcześniejszą spłatą zobowiązań kredytowych wobec członków Klubu Paryskiego. Z uwagi jednak na fakt, że płatności odsetkowe zmniejszają deficyt budżetowy państw-wierzycieli, raczej nie ma co liczyć na ich szybką zgodę odnośnie przedterminowego wykupu zobowiązań, ponieważ nadchodzące światowe spowolnienie gospodarki sprzyja powiększaniu deficytu o charakterze cyklicznym.

### Posiedzenie RPP, 25. czerwca

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone według krzywej OIS*)
Podwyżka o 25 bps	<b>90%</b>
Stopy bez zmian	<b>10%</b>
Obniżka o 25 bps	<b>0%</b>

\* OIS – Overnight Index Swap

## Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,3973	2,1610

EUR/USD 1,5625 EUR/JPY 163,85 EUR/PLN 3,3890 USD/PLN 2,1690

*Lepsze dane o zamówienia na dobra trwałe i spekulacje co do podwyżki stóp na koniec roku wygenerowały wzrosty wartości dolara w czasie sesji amerykańskiej. Dalsze wzrosty dolara nastąpiły na koniec sesji dalekowschodniej.*

*Złoty nieco mocniejszy po wczorajszej decyzji RPP (a raczej komunikacie Rady) i wzroście oczekiwań na dalsze zacieśnienie. Zbliżamy się do kluczowego poziomu 3,38. Tym razem jednak większe szanse, że ta bariera będzie skutecznie broniona.*

## Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Przełamanie wsparcia 1,5630/20 otwiera drogę na 1,5550/1,5510 (silny poziom wsparcia)..

wsparcie	opór
1,5590	1,5815
1,5550	1,5725
1,5510	1,5670



Źródło: Reuter

## Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Redukcja długich pozycji w euro, prawdopodobny test poziomu wsparcia 3,3800 (przełamanie może uruchomić stoplosy)..

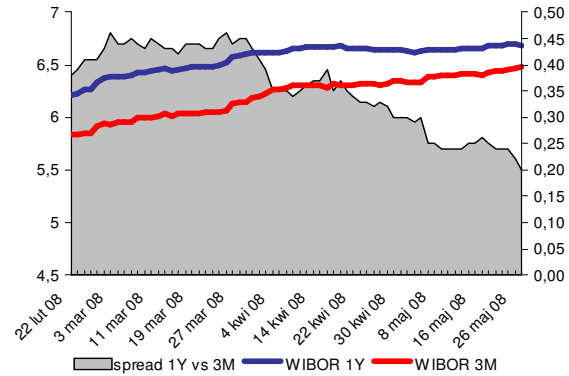
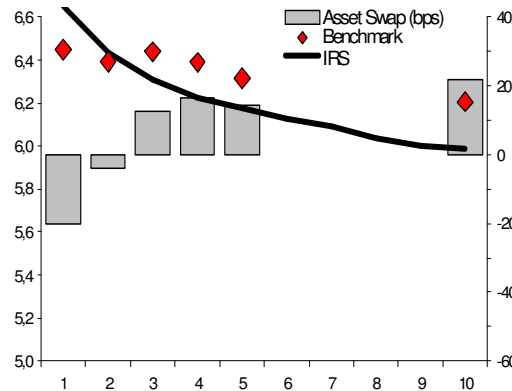
wsparcie	opór
3,3900	3,4250
3,3800	3,4150
3,3650	3,4040



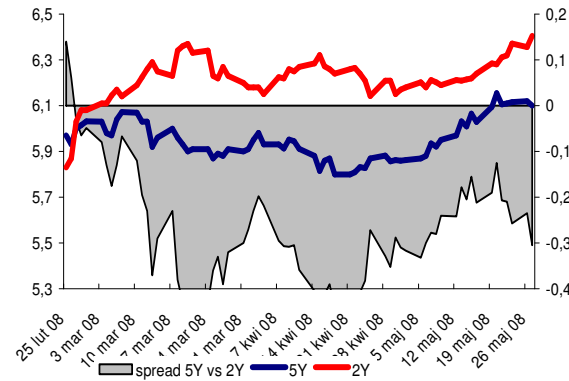
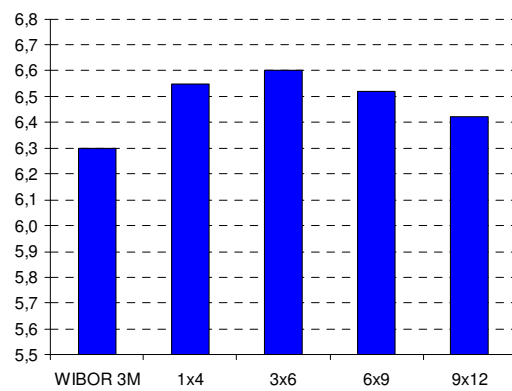
Źródło: Reuters

## Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	6,63	6,67
2Y	6,41	6,45
3Y	6,29	6,33
4Y	6,21	6,25
5Y	6,16	6,20
6Y	6,11	6,15
7Y	6,07	6,11
8Y	6,02	6,06
9Y	5,99	6,03
10Y	5,97	6,01



depo	BID	ASK
ON	5,50	5,70
1M	5,90	6,10
3M	6,10	6,30
FRA	BID	ASK
1x2	6,26	6,32
1x4	6,50	6,55
3x6	6,54	6,60
6x9	6,46	6,52
9x12	6,36	6,42



KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPRIEDNIO
USA	14:30	PKB (II szacunek)	I kw.	-	0,9%	0,6%
USA	14:30	Nowo zarejestrowani bezrobotni	Tydz. do 17.05	-	-	371 tys.

### UWAGA!

NINIEJSZE OPRAWOWANIE 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 UPRIEDZIEGO POWIADOMIENIA. INFORMACJE, NA KTÓRE POWOŁUJĄ SIĘ W NINIEJSZYM OPRAWOWANIU AUTORZY NIEKONIECZNIE POZOSTAJĄ W ZGODZIE Z OPINIAMI BRE BANKU. KWOTOWANIA WSKAZANE W OPRAWOWANIU SĄ ŚREDNIMI POZIOMAMI ZAMKNIĘCIA RYNKU MIĘDZYBANKOWEGO Z DNIA POPRZEDNIEGO I MAJĄ CHARAKTER WYŁĄCZNIENIE 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 WYŁĄCZNIENIE NA PODSTAWIE NINIEJSZEGO OPRAWOWANIA, 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 OPRAWOWANIEM JEST WYŁĄCZONA. DYSTRYBUCCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRAWOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRIEDZIEŃNIĄ PISEMNIĄ ZGODĄ AUTORÓW.