



BRE BANK SA

NAJLEPSZA INSTYTUCJA FINANSOWA  
DLA WYMAGAJĄCYCH KLIENTÓW



JACEK KOTŁOWSKI TEL. 829 0183  
ERNEST PYTLARCZYK TEL. 829 0166  
ARTUR ULBRICH TEL. 829 1207  
WOJCIECH TRZEPIZUR TEL. 829 0188  
E-MAIL: [research@brebank.com.pl](mailto:research@brebank.com.pl)

STRON: 4

**Daily Letter**

**wtorek, 16 stycznia 2007**

## Makroekonomia

### Niska inflacja w grudniu

*Na skutek nieoczekiwanego spadku cen żywności w grudniu inflacja pozostała na poziomie z listopada,...*

*...nieznacznie wzrosła za to inflacja bazowa*

*Według członków RPP J. Czekaja i M. Pietrewicza dane te dowodzą braku presji popytowej w gospodarce...*

*...i wykluczają podwyżkę stóp w najbliższym czasie*

Według danych GUS ceny towarów konsumpcyjnych i usług spadły w grudniu w stosunku do listopada o 0,2%, co daje roczny wskaźnik CPI na poziomie 1,4% (prognoza BRE = 1,6%, k=1,6%). Na odmienną od naszych oczekiwań wielkość inflacji wpłynął przede wszystkim dość nietypowy dla grudnia spadek cen żywności. W stosunku do listopada łącznie z napojami bezalkoholowymi spadły one o 0,3%, głównie na skutek aprecjacji złotego i dobrych warunków pogodowych. Ponadto do spadku CPI przyczyniły się spadki cen paliw oraz towarów uznawanych za *tradables*: w tym odzieży i obuwiu o 0,2%. Według naszych wstępnych szacunków inflacja bazowa wzrosła nieznacznie z 1,6% w listopadzie do 1,7% w grudniu, głównie na skutek wzrostu cen łączności, rekreacji i kultury. Tym samym inflacja cały czas pozostaje poniżej dolnej granicy celu inflacyjnego.

Publikacja danych o inflacji stała się okazją do rekapitulacji poglądów części członków RPP. Tym razem agencje informacyjne cytowały wypowiedzi członków powszechnie ocenianych jako „gołębie”. J. Czekaj podkreślił, że bieżące dane dowodzą brak presji inflacyjnej ze strony popytu. Jego zdaniem inflacji pomagają niskie ceny ropy, mocny złoty oraz niskie ceny żywności. W sytuacji, gdy podstawowy wskaźnik inflacji jest poniżej dolnej granicy celu NBP uważa on, że nie należy oczekiwać zacieśnienia polityki monetarnej. Zdaniem Czekaja obecne dane dowodzą, że w gospodarce panuje równowaga makroekonomiczna.

Również **prof. Pietrewicz praktycznie wyklucza podwyżkę stóp procentowych w najbliższym czasie**. Zdaniem Pietrewicza bieżące dane o inflacji „*stwarzają korzystną sytuację dla punktu startowego następnej projekcji, która może okazać się bardziej korzystna dla ścieżki CPI na lata 2007 i 2008*”.

Warto przypomnieć, że ostatnia projekcja wskazywała na inflację w IV kw. 2006 na poziomie 2,2% i ok. 2,8% w I kw. 2007. Prognozy te rozbieżne są choćby z najnowszymi prognozami Ministerstwa Finansów. **Wiceminister Finansów K. Zajdel-Kurowska uważa, że inflacja w styczniu będzie niższa niż prognozowane dotychczas przez MF 1,8-1,9% i niższa niż 2,1-2,2% w marcu, czyli średnio nieco poniżej 2% w I kw. 2007.**

**My spodziewamy się, że w styczniu roczny CPI może wzrosnąć do poziomu ok. 1,6%**, przy czym warto podkreślić, że podwyżka akcyzy na paliwo została już w całości zniwelowana przez spadki cen paliw na rynkach światowych. Na koniec pierwszego kwartału roczny CPI powinien wzrosnąć do 1,8-1,9%, natomiast w miesiącach wakacyjnych spadnie najprawdopodobniej ponownie w okolice dolnej granicy celu. Inflacja w okolicach dolnego przedziału celu, przy umiarkowanym wzroście inflacji bazowej, będzie skutecznie powstrzymać RPP przed zmianą poziomu stóp.

## Limity dla MF na wymianę walut w NBP

MF podało wczoraj, że ustaliło tegoroczny limit zakupu i sprzedaży walut w NBP na ten rok na poziomie 4 mld EUR a saldo tych transakcji na 1,5 mld EUR. Wartość limitu wymiany jest nieznacznie wyższa niż w roku ubiegłym (wtedy 3,9 mld), ale niższe jest saldo operacji (1,75 mld przed rokiem). Zeszłoroczne limity okazały się dla MF wystarczające, resort nie dokonywał wymiany walut na rynku. Podobnie może być również w tym roku, nawet jeżeli część funduszy z emisji zagranicznych będzie przeznaczona na finansowanie krajowego deficytu, sądzimy, że MF nie zdecyduje się na sprzedaż tych środków na rynku.

## Dziś dane o wynagrodzeniach, zatrudnieniu i rachunku C/A

Dziś o 14.00 GUS poda dane o przeciętnych wynagrodzeniach i zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw w grudniu. Wg naszej prognozy płace wzrosły o 6,7% r/r (konsensus 6,1%), co było spowodowane przesunięciami w wypłatach „nagród barbórkowych” z listopada na grudzień. Zatrudnienie natomiast wzrosło wg nas o 4,0% r/r (k=3,9% r/r).

Również o 14.00 NBP poda dane o C/A za listopad. Nasza prognoza to -653 mln EUR (k=-475 mln).

## Rynek walutowy

FIXING NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,8898	2,9943

### Dzisiejsze poziomy otwarcia:

EUR/USD 1,2950 EUR/JPY 155,80 EUR/PLN 3,8720 USD/PLN 2,99 (-19,9% wzg. koszyka). Dla relacji EUR/USD początek tygodnia okazał się pozbawiony emocji, kurs euro zwyżkował stopniowo w trakcie sesji europejskiej, osiągając poziom 1,2958.. jednakże odreagowanie wcześniejszego umocnienia dolara okazało się ograniczone, poziomy oporu 1,2970/1,3015 pozostały niezagrożone; przy obniżonym wolumenie transakcji (z powodu święta w USA) kurs EUR/USD utrzymywał się w wąskim paśmie 1,2930-55. Pomimo powszechnego oczekiwania na podwyżkę stóp procentowych w Japonii jen nadal tracił na wartości; po krótkotrwałej korekcie (sesja azjatycka – 155,07) kurs EUR/JPY wzrósł podczas sesji europejskiej do poziomu 156,09 a USD/JPY osiągnął odp. poziom 120,60. Trend wzrostowy utrzymał również funt, który zyskiwał na wartości wobec euro (0,6582) oraz dolara (1,9670). Poranne umocnienie złotego okazało się ograniczone – poziom wsparcia 3,8650 EUR/PLN powstrzymał dalszy spadek kursu euro, kolejne godziny przyniosły konsolidację w paśmie 3,8690-3,8770 EUR/PLN przy ograniczonym wolumenie transakcji; publikacja danych dot. inflacji (CPI 1,4% r/r) nie wpłynęła znacząco na notowania złotego, również notowania pozostałych walut CE4 utrzymywały się w wąskim paśmie wahań.

Po okresie konsolidacji w paśmie 1,2920-50 prawdopodobny wydaje się test poziomów oporu 1,2970/1,3015 EUR/USD; zdyskontowanie przez rynek decyzji BoJ (+25pb) powoduje dalsze osłabienie jena i pośrednio wspiera aprecjację euro (ECB podtrzymuje oczekiwania dot. dalszego zacieśniania polityki pieniężnej). Przedłużenie korekty EUR/USD sprzyja umocnieniu złotego, prawdopodobny wydaje się test poziomów wsparcia 3,8650/3,8550 EUR/PLN (kluczowym poziomem wsparcia pozostaje 3,8400 EUR/PLN); kontynuacja globalnego umocnienia dolara w dalszym terminie może zadecydować o odwróceniu trendu (kluczowym poziomem oporu w krótkim terminie pozostaje 3,9100 EUR/PLN).

### Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Konsolidacja w paśmie 1,2920-50 sprzyja ponownej próbie przełamania poziomów oporu 1,2970 oraz 1,3015; ewentualne przełamanie (silnego oporu) 1,3050 neguje trend wzrostowy dolara w krótkim terminie, natomiast dalsze umocnienie dolara wymaga przełamania poziomów wsparcia 1,2870/1,2850.

wsparcie	opór
1,2915	1,3050
1,2866/50	1,3015
1,2800	1,2970



Źródło: Reuters

### Krótkoterminowe prognozy, Złoty

EURPLN		
SPOT	3.8668	3.8718
ATM	BID	ASK
1 W	8.75	9.75
1 M	7.65	8.65
2 M	7.40	8.40
3 M	7.35	8.35
6 M	7.25	7.95
1 Y	7.25	7.95
DELTA = 25		
	1 M	1 Y
RR	1.50	1.40
Fly	0.30	0.40

Prawdopodobna wydaje się próba przełamania poziomów wsparcia 3,8650/3,8550 EUR/PLN (w ślad za korektą EUR/USD); niepowodzenie może oznaczać bezpośredni powrót do trendu wzrostowego EUR/PLN (kluczowym poziomem oporu pozostaje 3,91 EUR/PLN).

wsparcie	opór
3,8650	3,9100
3,8550	3,8950
3,8400	3,8830



Źródło: Reuters

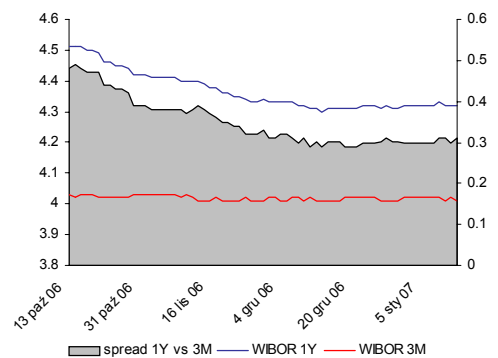
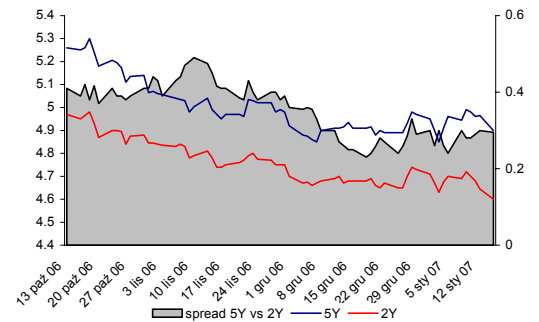
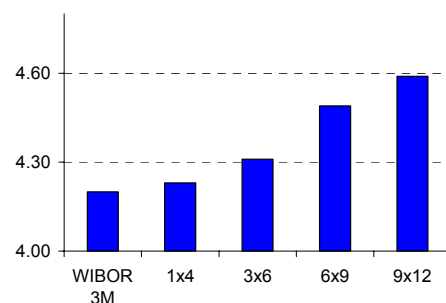
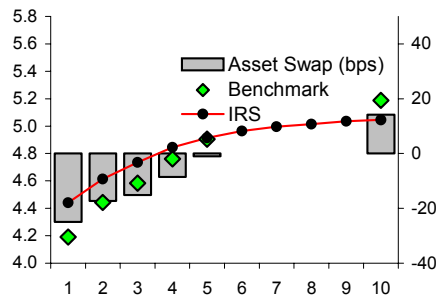
USDPLN		
SPOT	2.9851	2.9862
ATM	BID	ASK
1 W	9.25	10.25
1 M	9.00	10.00
2 M	8.90	9.90
3 M	8.90	9.90
6 M	9.05	9.75
1 Y	9.00	9.70
DELTA = 25		
	1 M	1 Y
RR	1.20	1.25
Fly	0.40	0.45

## Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	4.39	4.49
2Y	4.57	4.67
3Y	4.69	4.79
4Y	4.80	4.90
5Y	4.87	4.97
6Y	4.92	5.02
7Y	4.95	5.05
8Y	4.97	5.07
9Y	4.99	5.09
10Y	5.00	5.10

depo	BID	ASK
ON	3.95	4.15
1M	4.00	4.13
3M	4.02	4.20

FRA	BID	ASK
1x2	4.12	4.17
1x4	4.18	4.23
3x6	4.26	4.31
6x9	4.44	4.49
9x12	4.54	4.59



### Najważniejsze wydarzenia i publikacje danych makroekonomicznych wtorek, 16 stycznia 2007

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
Polska	14:00	Płace y/y	grudzień	<b>6,7%</b>	6,1%	3,7%
Polska	14:00	Zatrudnienie y/y	grudzień	<b>4,0%</b>	3,9%	3,8%
Polska	14:00	C/A	listopad	<b>-653</b>	-475	-482
RFN	11:00	ZEW	styczeń	-	-10	-19

### 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 POPZEDNIEGO 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 UPZEDNIAJĄ ZGODĄ AUTORÓW.