



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

**Daily Letter**

STRON: 5

**piątek, 2 lutego 2007**

## Makroekonomia

### Projekcja inflacyjna NBP

*Ze względu na wyraźne zdystansowanie się części RPP wobec projekcji, nie miała ona większego wpływu na rynki finansowe*

*Daniem ekspertów NBP model ECMOD zawyża wrażliwość inflacji na zmienne związane z rynkiem pracy ...*

*...oznaczać to może, że wysokie wzrosty wynagrodzeń spodziewane w 2007 roku nie doprowadzą do szybkiego narastania presji inflacyjnej*

Wczoraj NBP udostępnił styczniowy raport o inflacji, w którym znalazły się m.in. aktualna projekcja inflacyjna i protokoły z październikowego, listopadowego i grudniowego posiedzenia RPP. Ze względu na wyraźne zdystansowanie się części RPP wobec projekcji, nie miała ona większego wpływu na rynki finansowe. Projekcja pokazała wystromienie ścieżki inflacji w 2007 roku (już w drugim kwartale środek przedziału znajduje się powyżej celu NBP). W 2008 roku prognozowana ścieżka inflacji jest zbliżona do tej z projekcji październikowej. Górna granica celu inflacyjnego zostanie przekroczona w 2009 roku. Projekcja NBP ponadto wskazała na wzrost rocznej dynamiki płac z około 6% w 2007 do 8% w 2009. Na konferencji po ogłoszeniu projekcji eksperci NBP wskazali, że najprawdopodobniej model ECMOD, przy pomocy którego przygotowywana jest projekcja, zawyża wrażliwość inflacji na zmienne związane z rynkiem pracy. Tak więc wysokie wzrosty wynagrodzeń w najbliższych kwartałach nie przełożą się najprawdopodobniej na szybki wzrost presji inflacyjnej. Zdecydowanie największe rozbieżności w porównaniu z poprzednią projekcją zauważyliśmy w prognozach sfery realnej gospodarki. Prognozowany wzrost spożycia indywidualnego (konsumpcja wzrośnie powyżej 6% r/r w 2007 roku) i inwestycji pozwolił oszacować dynamikę popytu wewnętrznego na odpowiednio 7,7%, 6,5% i 5,9% w 2007, 2008 i 2009 roku. Wystromieniu uległa ścieżka wzrostu PKB w 2007 roku, ale na 2008 rok prognozy dynamiki PKB są niższe porównaniu z poprzednią projekcją. Projekcja styczniowa zakłada również szybsze dynamiki produktu potencjalnego, który dzięki wysokim nakładom inwestycyjnym w 2009 roku rósł będzie w tempie 4,9% (obecnie dynamika ta jest szacowana na około 4,4%). Eksperci NBP podkreślają jednak, że ze względu na szybki wzrost PKB luka popytowa domknie się już w 2007 roku i pozostanie dodatnia przez kolejne lata objęte projekcją. Wpływ luki popytowej na inflację jest, według ekspertów NBP, w modelu ECMOD bardzo ograniczony.

Na konferencji eksperci NBP podkreślili, że **trwają pracę nad modelami nowszych generacji (typu DSGE), które naszym zdaniem, ze względu na większą zgodność z teorią ekonomii, pozwolą ulepszyć komunikację zespołu analitycznego NBP z RPP i analitykami rynkowymi.**

### Członkowie RPP o przyszłych stopach procentowych

*H. Wasilewska-Trenkner i M. Noga za podwyżkami stóp...*

**Halina Wasilewska-Trenkner uważa, że Rada wkrótce powinna zacząć rozważać podwyżki stóp**, jej zdaniem decyzja taka powinna nastąpić szybko, najlepiej w I połowie tego roku. Podobną ocenę przedstawił **Marian Noga. Powołując się na projekcję**

...J. Czekaj uważa, że presja inflacyjna pozostaje ograniczona

inflacyjną uznał on, że „w związku z zagrożeniem jakie rysuje się przed inflacją w 2008 roku w nieodległym czasie RPP będzie musiała się zastanowić nad zacieśnieniem polityki monetarnej, dlatego podwyżki w tym roku nie są wykluczone”. Tych dwoje przedstawicieli RPP nad podwyżkami stóp poważnie zastanawiało się już w ub. r., podczas głosowań na posiedzeniach październikowym i listopadowym (oraz zapewne grudniowym) optowali za podwyżką stóp o 25 bps, ale wnioski te nie zyskały poparcia większości. Przeciwnego zdania był wtedy **Jan Czekaj**, który wczoraj **uznał, że presja inflacyjna pozostaje ograniczona**. Jego zdaniem przyspieszenie wzrostu gospodarczego może „prowadzić do wzrostu napięć inflacyjnych”, co z kolei „może wywołać potrzebę decyzji o zmianie parametrów polityki monetarnej”, nie podał jednak horyzontu czasowego, w którym taka decyzja mogłaby być podjęta. Wczorajsze wypowiedzi członków RPP nie zmieniają naszej prognozy stóp procentowych w tym roku. **Sądzimy, że większość Rady zgadza się z opinią przedstawioną w styczniowym komunikacie, że obecny poziom stóp procentowych pozwoli utrzymać inflację w okolicy środka celu w średnim okresie**, co pozwoli na utrzymanie stóp procentowych na niezmiennym poziomie w tym roku.

## Prognozy inflacji MF

MF prognozuje wzrost inflacji do 1,7% w styczniu

**MF podało, że spodziewa się wzrostu rocznego wskaźnika inflacji w styczniu do 1,7% z 1,4% w grudniu**. Wzrost inflacji spowodowany był zdaniem K. Zajdel-Kurowskiej, wiceminister finansów, wzrostem cen energii (powyżej 1% m/m) i cen żywności (0,8% m/m). Przypomnijmy, że to właśnie ceny żywności zaniżyły inflację w grudniu. Szacunki MF są zbliżone do górnego przedziału naszej wstępnej prognozy. Szacujemy, że inflacja netto może w styczniu wzrosnąć do 1,7-1,8% z 1,6% w grudniu. Nie są to poziomy, które wprawiają RPP w zakłopotanie.

## KE negatywnie o Programie Konwergencji

Komisja Europejska przygotowuje raport, w którym wezwie Polskę do szybszego ograniczenia deficytu sektora publicznego poniżej 3% PKB. Polska w ostatnim Programie Konwergencji zobowiązała się uczynić to w 2009 r., KE chce skłonić rząd do ograniczenia deficytu jeszcze w tym roku (wg rządu deficyt, już po wyłączeniu OFE z sektora publicznego ma wynieść w tym roku 3,4% PKB). Rekomendacja KE ma zostać oficjalnie przedstawiona 27 lutego, a odpowiednie kroki ze strony polskiego rządu są oczekiwane do 27 sierpnia. Naszym zdaniem dokument KE zostanie przez polski rząd zbagatelizowany, KE nie ma w zasadzie realnych możliwości, aby wymóc na Polsce podjęcie jakichkolwiek działań w tym zakresie. Warto natomiast przypomnieć, że Polska może wyjść spod procedury nadmiernego deficytu nawet w przypadku nieznaczного przekroczenia poziomu 3% PKB (w takiej sytuacji KE może zgodzić się, aby odjąć część kosztów reformy emerytalnej od deficytu), sądzimy że na taką możliwość będzie się powoływał nasz rząd.

## Rynek walutowy

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

### Dzisiejsze poziomy otwarcia:

EUR/USD 1,3020 EUR/JPY 157,15 EUR/PLN 3,8960 USD/PLN 2,9920 (-19,6% wzg. koszyka). Zgodnie z oczekiwaniami Fed zdecydował o pozostawieniu stóp procentowych bez zmian (decyzja była jednogłówna) natomiast zmianie uległ komunikat – Fed podtrzymał opinię o ryzyku wzrostu inflacji, zwracając uwagę na „nieco silniejszy” wzrost gospodarczy oraz oznaki stabilizacji na rynku nieruchomości. Tym samym Fed zasygnalizował, że nie należy się spodziewać zmiany stóp procentowych w najbliższym okresie (H1). Część

inwestorów oczekiwała jednak bardziej „jastrzębiego” w tonie komunikatu, rozczarowanie skłoniło do odwracania długich pozycji w dolarze; kurs EUR/USD zwyżkował do poziomu 1,3039 (USD/JPY odp. zniżkował do 120,46). Ostatecznie rynkowi zabrakło impetu do przełamania poziomu oporu 1,3050, kolejne godziny przyniosły konsolidację w paśmie 1,3015-35. Realizacja zysków na długich pozycjach EUR/JPY ograniczała presję na dalsze umocnienie EUR/USD, korekta w trakcie sesji europejskiej została powstrzymana na poziomie (wsparcia) 1,3000. W drugiej połowie dnia kurs EUR/USD ponownie zwyżkował osiągając 1,3052 po publikacji amerykańskiego indeksu ISM dla przemysłu (spadł do 49,3 pkt.), jednakże i tym razem poziom oporu „obronił się” (1,3025 na zamknięcie sesji). Osłabienie dolara oraz stosunkowo neutralny w tonie komunikat Fed przyczyniły się do poprawy nastrojów wobec rynków wschodzących (w tym regionu CE4); przełamanie wsparcia 3,91 EUR/PLN w trakcie sesji NY uruchomiło zlecenia stop-loss i spowodowało szybkie umocnienie złotego (3,8900). Początek sesji europejskiej przyniósł realizację zysków na krótkich pozycjach w EUR/PLN, kurs euro wzrósł do poziomu 3,9050. Kolejne godziny przyniosły stabilizację – złoty podążał za relacją EUR/USD; popołudniowe osłabienie dolara pozwoliło złotemu umocnić się do poziomu 3,8890 EUR/PLN - co jednak zostało wykorzystane przez inwestorów do ponownej realizacji zysków. Na zamknięcie sesji kurs EUR/PLN powrócił do poziomu 3,9000/20.

Powstrzymanie trendu wzrostowego EUR/USD już na poziomie 1,3050 podczas wczorajszej sesji sugeruje, że do czasu publikacji raportu z rynku pracy USA można oczekiwać dalszej konsolidacji w paśmie 1,30-1,3050.. bądź też próby przełamania poziomu wsparcia (1,3000/1,2980) oraz uruchomienia zleceń stop-loss na długich pozycjach w euro. Rynek oczekuje figury (NFP) ok. 180k, spadek liczby nowych etatów poniżej 160k będzie czytany przez rynek jako bearish dla dolara. Złoty wobec braku nowych impulsów wydaje się podążać za relacją EUR/USD – przełamanie wsparcia 3,8900 EUR/PLN okazało się nietrwale a poprawa nastrojów wzg. regionu CE4 nie była na tyle znacząca by odwrócić trend.. Nie można w tej sytuacji wykluczyć testu poziomu oporu 3,9200 EUR/PLN (kluczowym poz. oporu w średnim terminie pozostaje 3,94/3,95 EUR/PLN).

### **Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD**

Wybicie się z wczorajszego pasma wahań wymaga przełamania oporu 1,3050 bądź też wsparcia 1,3000/1,2980; w pierwszym przypadku celem będzie 1,3090/1,3105 natomiast umocnienie dolara przyniesie test poziomów wsparcia 1,2950/1,2930.

wsparcie	opór
1,3000	1,3105
1,2980	1,3080/90
1,2930/50	1,3050



Źródło: Reuters

### Krótkoterminowe prognozy, Złoty

EURPLN		
SPOT	3.8961	3.8993
ATM	BID	ASK
1 W	8.75	9.75
1 M	7.10	8.10
2 M	7.10	8.10
3 M	7.00	8.00
6 M	7.05	7.75
1 Y	7.00	7.70
DELTA = 25		
	1 M	1 Y
RR	1.50	1.40
Fly	0.30	0.40

Przełamanie 3,9080/3,9200 EUR/PLN oznacza powrót do trendu wzrostowego euro, dzienne zamknięcie poniżej 3,8900 EUR/PLN sugerowałoby dalsze umocnienie złotego (celem byłoby 3,8650 EUR/PLN, kluczowy poziom wsparcia).

wsparcie	opór
3,8900	3,9345
3,8800	3,9200
3,8650	3,9080

USDPLN		
SPOT	2.9917	2.9951
ATM	BID	ASK
1 W	9.00	10.00
1 M	9.10	10.10
2 M	9.00	10.00
3 M	9.00	10.00
6 M	9.15	9.85
1 Y	9.05	9.75
DELTA = 25		
	1 M	1 Y
RR	1.40	1.45
Fly	0.40	0.65



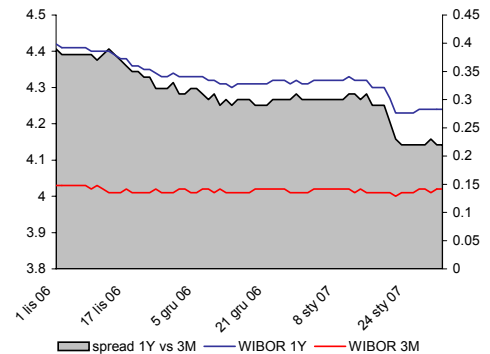
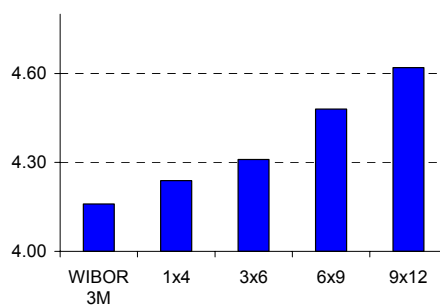
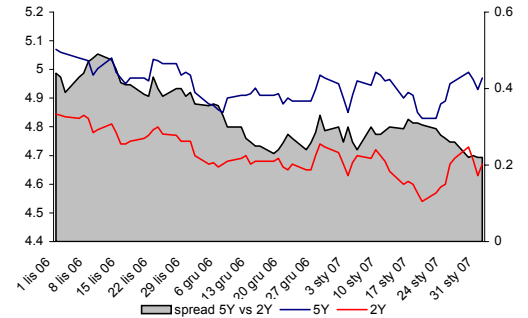
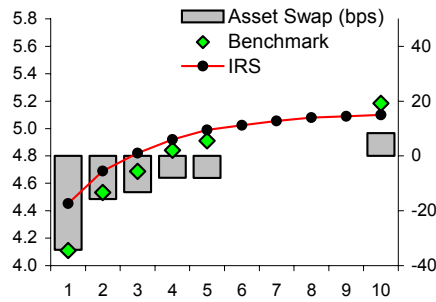
Źródło: Reuters

## Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	4.40	4.50
2Y	4.64	4.74
3Y	4.77	4.87
4Y	4.87	4.97
5Y	4.94	5.04
6Y	4.98	5.08
7Y	5.01	5.11
8Y	5.03	5.13
9Y	5.04	5.14
10Y	5.05	5.15

depo	BID	ASK
ON	3.94	4.12
1M	3.94	4.14
3M	4.01	4.16

FRA	BID	ASK
1x2	4.09	4.16
1x4	4.19	4.24
3x6	4.27	4.31
6x9	4.44	4.48
9x12	4.57	4.62



### Najważniejsze wydarzenia i publikacje danych makroekonomicznych piątek, 2 lutego 2007

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
EMU	11:00	PPI	grudzień	-	0,0% m/m	0,0% m/m
USA	14:30	Liczba nowych zatrudnionych	styczeń	-	188 tys.	167 tys.
USA	14:30	Stopa bezrobocia	styczeń	-	4,5%	4,5%
USA	16:00	Zamówienia w przemyśle	grudzień	-	1,8%	0,9%
USA	16:00	Wskaźnik U. Michigan	styczeń	-	98,0	91,7

### 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 UPRZEDNIĄ ZGODĄ AUTORÓW.