



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, 6 lutego 2007

## Makroekonomia

### Nieckarz z RPP o stopach, inflacji i kursie złotego

*S. Nieckarz  
zdecydowanym  
przeciwnikiem  
prewencyjnych  
podwyżek*

*Oddziaływanie RPP na  
akcję kredytową przez  
politykę stóp  
procentowych niewielkie*

Wczoraj mieliśmy okazję bliżej zapoznać się z argumentacją „gołębiej” części RPP. S. Nieckarz, po kolei, kwestionował wiarygodność projekcji inflacyjnej NBP, możliwość przyspieszenia procesów inflacyjnych oraz konieczność prewencyjnego podnoszenia stóp procentowych. Jego zdaniem **inflacja nie przekroczy 2,5% do końca 2008 roku a jej ewentualny wzrost będzie powolny i będzie wynikał z rosnącej presji płacowej**, którą S. Nieckarz łączy bezpośrednio z emigracją zarobkową i ubytkiem pracowników na polskim rynku. S. Nieckarz jest zadeklarowanym przeciwnikiem prewencyjnego podnoszenia stóp procentowych i uważa, że pozostaną one w bieżącym roku na niezmiennym poziomie. **Jego zadaniem, historycznie rzecz biorąc, realizacja celu inflacyjnego wymagała mniej restrykcyjnej polityki monetarnej** niż ta implementowana obecnie. Jego zdaniem w cyklu obniżek zapoczątkowanym w marcu 2005 r. stopy procentowe można było obniżyć nawet do 3%. Przestrzega on również, że podniesienie prewencyjne stóp w połączeniu z masywnymi podwyżkami mogącymi nastąpić w przypadku, gdyby ryzyka inflacyjne się zrealizowały może znów skutkować nadmierną restrykcyjnością polityki monetarnej przez dłuższy okres. Członek RPP nie rozprawia się jednak w tym miejscu z koronnym argumentem „jastrzębi” o konieczności zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych. Zwraca natomiast uwagę, że oddziaływanie RPP poprzez poziom stóp na akcję kredytową jest w Polsce bardzo niewielkie i zadłużenie gospodarstw domowych z tytułu kredytów jest wyjątkowo niskie jak na europejskie warunki. *„Obecnie dynamika kredytów to tylko odrabianie utraconego dystansu do normalnego”* – konkluduje S. Nieckarz.

**S. Nieckarz spodziewa się również umocnienia złotego**, co spowodowane ma być napływem środków unijnych, transferów prywatnych i ogólną dobrą sytuacją w polskiej gospodarce. Mocny złoty, jego zdaniem uwiarygodni niskie prognozy inflacji.

Zgadza się z przewidywaniami S. Nieckarza odnośnie poziomu stóp w 2007 roku, nieco mniej z jego wizją presji inflacyjnej a jeszcze mniej z argumentami, jakie przedstawił. Naszym zdaniem już na jesieni odrodzi się dyskusja nad podwyżką stóp procentowych (jak tylko inflacja i inflacja netto przekroczą 2,0-2,25%) i koronnymi argumentami będzie zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych. **Układ sił w RPP prawdopodobnie taką podwyżkę w tym roku uniemożliwi**. Największym zagrożeniem dla niskiej inflacji jest naszym zdaniem wzrost płac w usługach (tu dysproporcja pomiędzy polską i UE jest największa) w tym w handlu detalicznym, co bezpośrednio przełożyć może się na ceny towarów konsumpcyjnych. Płace w sektorach produkcyjnych będą jednak rosły trwale wolniej niż wydajność. Wyjazdy zarobkowe są w chwili obecnej mniej popularne niż jeszcze kilka miesięcy temu i czynnik ten nie będzie decydujący w przyszłych kwartałach.

## Rynek walutowy

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

### Dzisiejsze poziomy otwarcia:

EUR/USD 1,2915 EUR/JPY 155,40 EUR/PLN 3,8580 USD/PLN 2,9870 (-20,05% wzg. koszyka). Początek tygodnia przyniósł kontynuację trendów widocznych na zamknięciu poprzedniej sesji - obawy związane z werbalną interwencją dot. jena (spotkanie G7) przyczyniły się do pogłębienia realizacji zysków na krótkich pozycjach w jenie, szczególnie wobec euro. Kurs EUR/JPY zniżył się podczas sesji europejskiej do poziomu 155,50 (USD/JPY 120,40), wspólna waluta traciła również na wartości wobec dolara, jakkolwiek przełamanie wsparcia 1,2925 EUR/USD przeszło prawie bez echa (1,2915). Słabsze dane makro oraz doniesienia o wybuchu listu-bomby w Londynie przyczyniły się do wyprzedaży funta (GBP/USD 1,9540). Publikacja danych makro z USA (indeks ISM dla usług 59,0 pkt. tj. powyżej oczekiwań) okazała się zdyskontowana, poziom wsparcia 1,2895 EUR/USD pozostał niezagrożony; zamykanie dziennych pozycji pod koniec sesji europejskiej przyniosło wzrost kursu euro do poziomu 1,2930/35. Złoty tracił nieznacznie na wartości na otwarciu sesji, kurs EUR/PLN wzrósł do poziomu 3,9060 (USD/PLN 3,0130), jednakże stosunkowo szybko trend uległ odwróceniu. Stonowane wypowiedzi nowego prezesa NBP, oraz oceny analityków, że stopy proc. pozostaną stabilne w średnim okresie zadecydowały o poprawie nastrojów inwestorów. Przełamanie poziomu wsparcia 3,8900 EUR/PLN uruchomiło zlecenia stop-loss, w efekcie kurs EUR/PLN zniżył się do poziomu 3,8735 (USD/PLN 2,9935). Kolejne godziny przyniosły konsolidację w paśmie 3,8730-95 EUR/PLN, w ślad za złotym umocniły się również pozostałe waluty regionu (EUR/HUF 254,25). Pod koniec sesji złoty utrzymywał się blisko dziennego maksimum wobec euro (3,8730) oraz dolara (2,9940).

Wyprzedaż EUR/PLN podczas sesji nowojorskiej, przy ograniczonej płynności rynku, spowodowała przełamanie poziomu wsparcia 3,8700/3,8650 (w efekcie złoty umocnił się do poziomu 3,8530 EUR/PLN); dalsza aprecjacja złotego w krótkim terminie powinna być ograniczona do poziomu wsparcia 3,85/3,8450 EUR/PLN (realizacja zysków). Jednakże dzienne zamknięcie poniżej 3,8650 oznacza powrót do trendu wzrostowego złotego w średnim terminie (celem byłoby 3,8150/3,80 EUR/PLN). Poziom wsparcia 120,00 USD/JPY skutecznie powstrzymał dalsze umocnienie jena, również kurs EUR/USD utrzymał się w dotychczasowym paśmie wahań (1,2910-35); impulsu do wyłamania się z pasma może dostarczyć wystąpienie Bernanke (g. 19.30) oraz publikacja danych makro ze strefy euro.

### Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Przełamanie wsparcia 1,2925 sugeruje kontynuację trendu w krótkim terminie tj. test poziomów wsparcia 1,2910/1,2895 oraz 1,2880 (poniżej 1,2860/50 możliwe znaczne zlecenia stop-loss). Kluczowe może się okazać wystąpienie B. Bernanke, o ile wpłynie na zmianę oczekiwań wzg. Fed.

wsparcie	opór
1,2910	1,2990
1,2880	1,2970
1,2860/50	1,2955



Źródło: Reuters

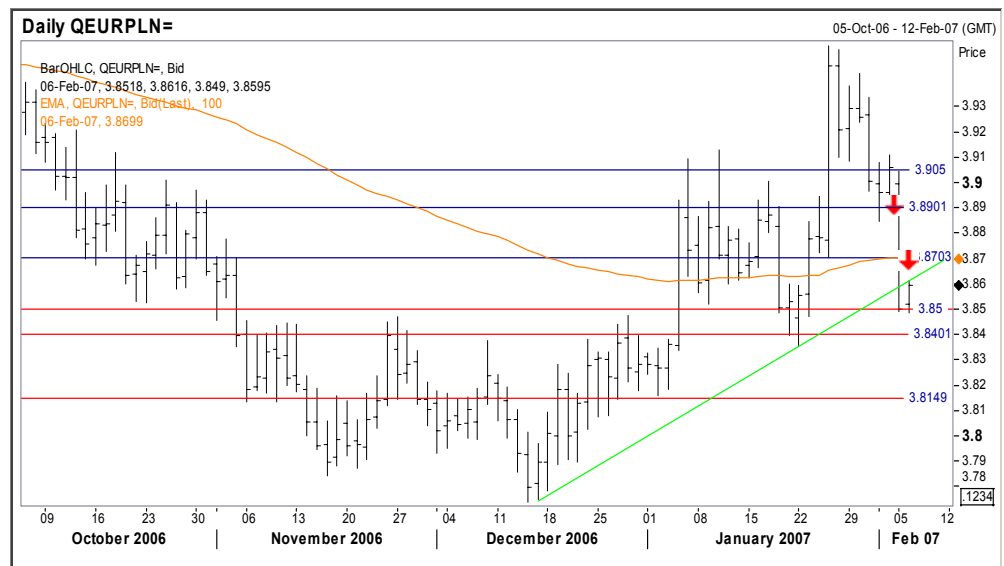
**Krótkoterminowe prognozy, Złoty**

EURPLN	
SPOT	3.8624 3.8650
ATM	BID ASK
1 W	7.75 8.75
1 M	7.10 8.10
2 M	7.00 8.00
3 M	6.90 7.90
6 M	6.95 7.65
1 Y	6.85 7.55
DELTA = 25	
1 M	1 Y
RR	1.50 1.40
Fly	0.30 0.40

Likwidacja długich pozycji w euro przyniosła przełamanie poziomów wsparcia 3,89/3,87/3,8650; odwrócenie się trendu średnioterminowego zostanie potwierdzone dziennym zamknięciem poniżej 3,8650.. w takim przypadku celem staje się wsparcie 3,8400 a następnie 3,8150 (3,8000).

wsparcie	opór
3,8500	3,9050
3,8400	3,8900
3,8150	3,8700

USDPLN	
SPOT	2.9869 2.9901
ATM	BID ASK
1 W	8.50 9.50
1 M	9.00 10.00
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



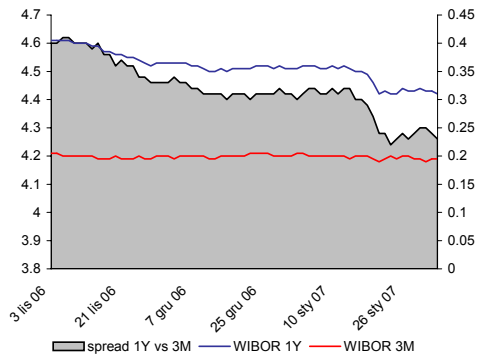
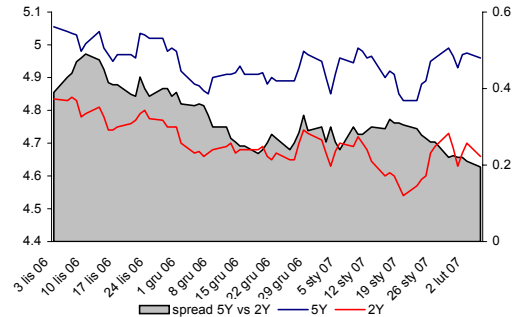
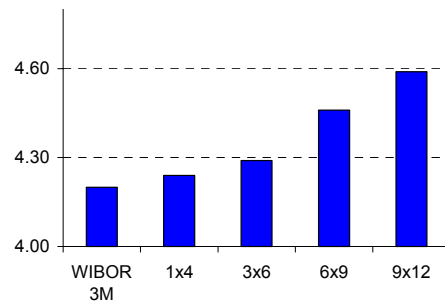
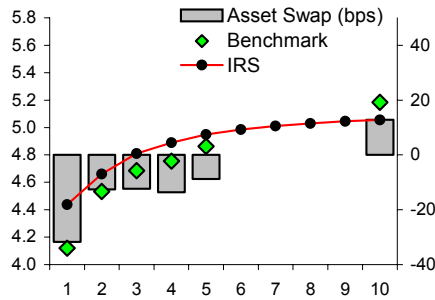
Źródło: Reuters

**Rynek stopy procentowej, Złoty**

IRS	BID	ASK
1Y	4.40	4.48
2Y	4.61	4.71
3Y	4.76	4.86
4Y	4.84	4.94
5Y	4.92	5.01
6Y	4.94	5.04
7Y	4.98	5.07
8Y	5.00	5.09
9Y	5.00	5.10
10Y	5.01	5.11

depo	BID	ASK
ON	3.95	4.15
1M	3.98	4.18
3M	4.00	4.20

FRA	BID	ASK
1x2	4.10	4.15
1x4	4.19	4.24
3x6	4.24	4.29
6x9	4.41	4.46
9x12	4.54	4.59



**Najważniejsze wydarzenia i publikacje danych makroekonomicznych wtorek, 6 lutego 2007**

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSSENSUS	POPZEDNIO
EMU	11:00	Sprzedaż detaliczna	Grudzień	-	1,1% m/m	0,5% m/m
Niemcy	12:00	Zamówienia w przemyśle	Grudzień	-	0,6% m/m	1,5% m/m

**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. BANK NIE PONOSI ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA SKUTKI DECYZJI PODJĘTYCH NA PODSTAWIE POWYŻSZEGO OPRAWOWANIA 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 OPRAWOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPZEDNIA ZGODĄ AUTORÓW.