



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

STRON: 5

# Daily Letter

czwartek, 15 lutego 2007

## Makroekonomia

### Wysoka podaż pieniądza w styczniu

*Na styczniowy wzrost podaży pieniądza złożyła się przede wszystkim bardzo wysoka dynamika kredytów gospodarstw domowych*

Podaż pieniądza M3 wzrosła w styczniu do 485 mld zł, czyli o 19,4% r/r, co jest wynikiem znacznie wyższym od oczekiwań. Dla porównania, w grudniu roczny wzrost podaży pieniądza wyniósł 15,7%. Na tak wysoki styczniowy wzrost podaży pieniądza złożyła się przede wszystkim bardzo wysoka dynamika kredytów gospodarstw domowych, sięgająca 36% r/r. Po stronie depozytów zaobserwowano zwiększenie dynamiki depozytów gospodarstw domowych, do 11,6% r/r z 9,7% r/r w grudniu, i przedsiębiorstw, wzrost o 29,2% r/r w porównaniu z 25,6% r/r w grudniu. Szybko rosnące dynamiki podaży pieniądza obserwujemy od początku 2006 roku. Naszym zdaniem istnieją tego dwa zasadnicze powody; przyspieszenie gospodarcze i z tym związane lepsze wyniki finansowe firm oraz wzrost popytu gospodarstw domowych na kredyty hipoteczne (w 2006 wzrost ten wyniósł ponad 50%). Dlaczego więc wysoka podaż pieniądza nie skutkuje wzrostem cen? Wzrost cen następuje, jednak nie jest on równomierny w całej gospodarce. W przypadku nieruchomości ceny mogły wzrosnąć nawet o kilkadziesiąt procent, co odpowiada z grubsza zwiększonej podaży pieniądza związanej z akcją kredytową i co oznaczać może ujemne realne stopy procentowe na tym rynku. Inflacja mierzona w koszyku CPI zjawiska tego z definicji jednak nie obejmuje, stąd też obserwowana dywergencja pomiędzy CPI, realnym PKB i podażą pieniądza.

### Prof. Owsiak o perspektywach inflacji

*S. Owsiak wskazuje na warunek konieczny dla szybkich podwyżek stóp – inflacja z 1,4% musi w ciągu 2-3 miesięcy wzrosnąć do 2,5%*

Według członka RPP prof. Stanisława Owsiaka nie ma obecnie poważnego niebezpieczeństwa, by inflacja w perspektywie 8-12 kwartałów przekroczyła granice celu inflacyjnego. W jego opinii projekcja wskazująca na wybiecie inflacji ponad 3,5% w ciągu dwóch lat jest zbyt pesymistyczna. Prof. Owsiak sądzi, że „*patrząc na fundamenty ekonomiczne, napływ inwestycji zagranicznych, a także stopniową konwergencję z gospodarkami strefy euro, nie należy oczekiwać nagłego wzrostu inflacji*”. Oczywiście pierwsze symptomy wzrostu inflacji są już widoczne „gołym okiem”, między innymi na skutek zeszłorocznej suszy i wzrostu cen żywności. Jednak aby nastąpiło zacieśnienie polityki monetarnej musiałoby dojść do znacznego nagłego wzrostu inflacji, na przykład gdyby inflacja z obecnego poziomu 1,4% wzrosła do 2,5% w perspektywie dwóch-trzech miesięcy. Wtedy RPP mogłaby podnieść stopy w tym roku o 25-50 bps. **Jego zdaniem dodatkowymi wskaźnikami wyprzedzającymi dla inflacji mogą być kurs złotego i eskalacja wzrostu żądań płacowych w sektorze publicznym.**

Prof. Owsiak prezentuje pogląd zbliżony do tego, który przedstawiali już profesorowie Wojtyła i Sławiński, uważając, że choć wzrost inflacji staje się faktem, to jednak rośnie ona na tyle wolno, że ryzyko przekroczenia celu w perspektywie oddziaływania polityki pieniężnej

jest niewielkie. Dlatego jest on przeciwny podwyżkom stóp. Sądzymy, że pogląd ten będzie dominujący w Radzie w ciągu najbliższych miesięcy i podtrzymujemy naszą opinię, że w tym roku RPP nie zmieni poziomu stóp procentowych.

## **Bernanke: inflacja w USA wyhamuje**

B. Bernanke powiedział wczoraj, że w gospodarce amerykańskiej widoczne są już pewne sygnały wygasania presji inflacyjnej, choć musi jeszcze upłynąć kilka miesięcy zanim będzie można to stwierdzić z większą pewnością. Prezes Fed oczekuje ponadto utrzymania umiarkowanego tempa wzrostu gospodarczego. Głównym czynnikiem ryzyka dla wzrostu pozostaje rynek nieruchomości – wprawdzie widoczne są już tu oznaki pewnej stabilizacji (na co wskazywał już komunikat po styczniowym posiedzeniu Fed), ale słabsze inwestycje mieszkaniowe mogą przez kilka nadchodzących kwartałów stanowić czynnik osłabiający wzrost gospodarczy. Ponadto prezes Fed przyznał, że wpływ spowolnienia na tym rynku na całą gospodarkę może okazać się silniejszy niż obecne oczekiwania Fed.

Taka ocena bilansu ryzyk w USA jest zgodna z naszymi dotychczasowymi prognozami stóp procentowych w USA. Fed cały czas nie ma pewności, czy presja inflacyjna rzeczywiście trwale osłabnie, przy jednoczesnym utrzymywaniu się umiarkowanego tempa wzrostu gospodarczego oznacza to utrzymanie stóp procentowych na niezmiennym poziomie w tym półroczu, w dalszej części roku Fed może zdecydować się na nieznaczne obniżki (25-50 bps).

## **Dziś dane o inflacji i płacach**

	Dzisiaj o 14.00 GUS poda dane o inflacji, płacach i zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw. Według naszej prognozy roczny CPI wyniósł 1,7% (k=1,7%), płace wzrosły o 7,2% (k=6,6%) a zatrudnienie o 4,4% (k=4,2%). <b>Dla rynku najważniejsze powinny być dane o inflacji, przy czym spodziewamy się pewnej asymetrii w reakcji rynku na dzisiejszą figurę.</b> Inflacja na poziomie 1,5-1,6% przy obecnych wysokich wzrostach PKB i płac spowoduje jedynie niewielki spadek rentowności, głównie na krótkim końcu. Z kolei inflacja powyżej konsensusu może pomimo ostatnich dość gołych wypowiedzi członków Rady przesunąć oczekiwania rynku w kierunku szybszych podwyżek stóp i zaowocować dużo większym wzrostem rentowności.
--	---

## **Rynek walutowy**

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

### **Dzisiejsze poziomy otwarcia:**

EUR/USD 1,3130 EUR/JPY 157,70 EUR/PLN 3,8980 USD/PLN 2,9690 (-19,8% wzg. koszyka). Początek sesji europejskiej przyniósł przełamanie poziomów oporu 1,3050/65 EUR/USD; polowanie na zlecenia stop-loss okazało się udane, kurs euro zwyżkował do poziomu 1,3100. Do osłabienia dolara przyczyniły się utrzymujący się popyt na EUR/JPY (158,70) oraz korekta na relacji GBP/USD (1,9565) po niespodziewanie jastrzębich w tonie wypowiedziach King'a (BoE) sugerujących, że Bank Anglii nie zakończył cyklu podwyżek stóp procentowych. Kolejne godziny przyniosły konsolidację w paśmie 1,3070-1,3110 EUR/USD. Sentymentu wobec dolara nie poprawiła informacja o słabszym od oczekiwanego poziomie sprzedaży detalicznej w USA (b/z wobec prognozowanego 0,4% wzrostu). Wydarzeniem dnia było wystąpienie prezesa Fed; ku zaskoczeniu inwestorów Bernanke powiedział, że presja inflacyjna w amerykańskiej gospodarce zaczyna słabnąć, sygnalizując tym samym, że nie należy się spodziewać zmian w poziomie stóp procentowych w USA. Rynek zareagował wyprzedając dolara, kurs EUR/USD wzrósł do poziomu 1,3151. dolar tracił równocześnie na wartości wobec jena (120,63) oraz funta (1,9641). Realizacja zysków na dziennych pozycjach ograniczyła nieznacznie zyski euro pod koniec sesji (1,3120/25). Globalne osłabienie dolara na początku sesji nie przełożyło się na znaczące umocnienie złotego; poziom wsparcia 3,9000 pozostał niezagrożony a popyt na EUR/PLN ze strony inwestorów zagranicznych (realizujących zyski na GPW) zdecydował o wzroście kursu euro do poziomu

3,9165 w drugiej połowie dnia. Zmiana sytuacji nastąpiła dopiero po wystąpieniu B. Bernanke – relatywnie gołębi ton wypowiedzi skłonił inwestorów do odwracania pozycji; kurs EUR/PLN zniżkował do poziomu 3,8965/85 (USD/PLN odp. do 2,9660). Przełamanie wsparcia 3,90 EUR/PLN okazało się nietrwałe, pod koniec sesji kurs EUR/PLN ustabilizował się ok. 3,9040.

Jen umocnił się w trakcie sesji azjatyckiej po publikacji korzystnych danych makro (PKB 1,2% kw./kw.); ewentualne przełamanie wsparcia 1,1980 USD/JPY może przyczynić się do przyspieszenia wyprzedaży dolara. Notowania EUR/USD utrzymały się w paśmie wahań 1,3120-50, jednakże kontynuacja trendu sprzyja ponownym próbom przełamania oporu 1,3150 (kolejne wystąpienie Bernanke nie powinno już znacząco wpłynąć na notowania dolara). Związana z osłabieniem dolara poprawa nastrojów wzg. rynków wschodzących sugeruje stopniowe umocnienie złotego oraz pozostałych walut regionu, prawdopodobny wydają się test poziomów wsparcia 3,8950/00 EUR/PLN; kolejnym silnym wsparciem jest poziom 3,8750/00 EUR/PLN.

### Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Przełamanie oporu 1,3050/70 (oraz wystąpienie Bernanke) sygnalizują dalsze osłabienie dolara w krótkim terminie; kontynuacja trendu wymaga przełamania poziomów oporu 1,3190/1,3210 (pierwszym celem jest 1,3260). Korekta powinna zostać powstrzymana na poziomie (wsparcia) 1,3070.

wsparcie	opór
1,3095	1,3260
1,3070	1,3180/90
1,3020	1,3150



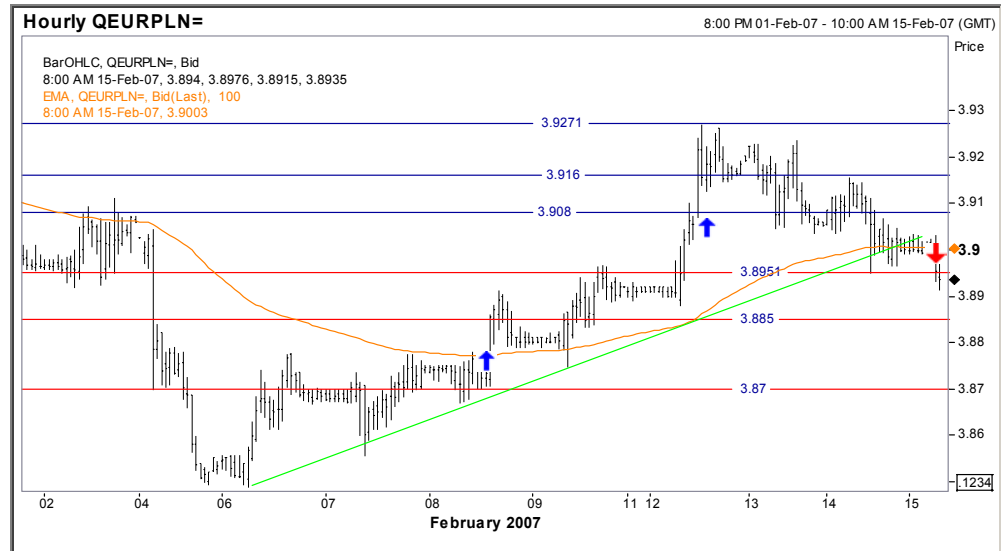
Źródło: Reuters

### Krótkoterminowe prognozy, Złoty

EURPLN		
SPOT	3,8955	3,8983
ATM	BID	ASK
1 W	7,00	8,00
1 M	6,85	7,85
2 M	6,85	7,85
3 M	6,75	7,75
6 M	6,80	7,50
1 Y	6,75	7,45
DELTA = 25		
	1 M	1 Y
RR	1,30	1,45
Fly	0,30	0,40

Trwałe przełamanie wsparcia 3,90/3,8950 otwiera drogę na 3,8850/3,8700. Poprawa nastrojów na rynkach wschodzących stwarza perspektywę głębszej korekty (celem na przyszły tydzień wydaje się 3,85/,84 EUR/PLN).

wsparcie	opór
3,8950	3,9270
3,8850	3,9160
3,8700	3,9080

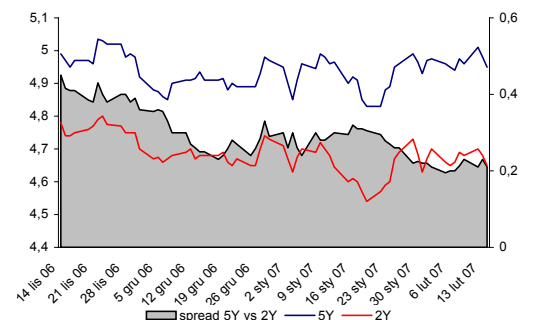
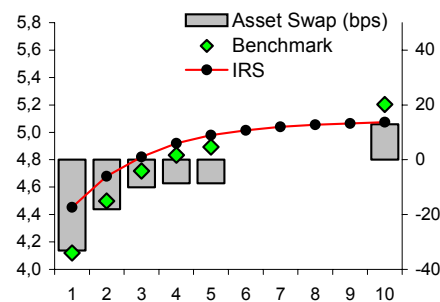


Zródło: Reuters

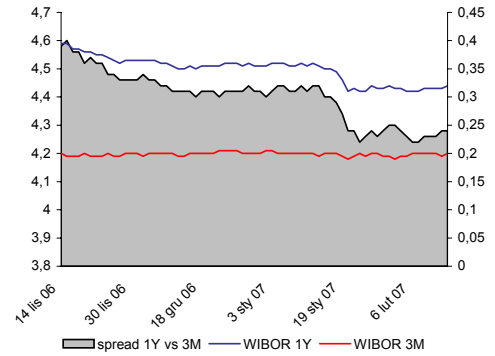
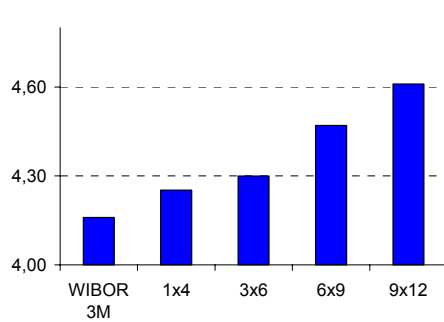
USDPLN		
SPOT	2,9631	2,9680
ATM	BID	ASK
1 W	9,30	10,30
1 M	8,80	9,80
2 M	8,80	9,80
3 M	8,80	9,80
6 M	9,00	9,70
1 Y	9,00	9,70
DELTA = 25		
	1 M	1 Y
RR	1,30	1,35
Fly	0,40	0,65

### Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	4,40	4,50
2Y	4,63	4,73
3Y	4,77	4,87
4Y	4,87	4,97
5Y	4,93	5,03
6Y	4,97	5,07
7Y	4,99	5,09
8Y	5,01	5,11
9Y	5,02	5,12
10Y	5,03	5,13



depo	BID	ASK
ON	3,93	4,08
1M	3,97	4,07
3M	4,06	4,16
FRA	BID	ASK
1x2	4,10	4,15
1x4	4,20	4,25
3x6	4,24	4,30
6x9	4,41	4,47
9x12	4,56	4,61



### Najważniejsze wydarzenia i publikacje danych makroekonomicznych czwartek, 15 lutego 2007

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
EMU	12:00	Wystąpienie prezesa EBC Tricheta w Amsterdamskiej Izbie Przemysłowo-Handlowej	-	-	-	-
Polska	14:00	Inflacja	styczeń	<b>1,7% r/r</b>	1,7% r/r	1,4% r/r
Polska	14:00	Płace	styczeń	<b>7,2% r/r</b>	6,6% r/r	8,5% r/r
Polska	14:00	Zatrudnienie	styczeń	<b>4,4% r/r</b>	4,2% r/r	4,1% r/r
USA	14:30	Bezrobocie tygodniowe	-	-	312 tys	311 tys
USA	15:00	Napływ kapitału	grudzień	-	72,5 mld USD	68,4 mld USD
USA	15:15	Produkcja przemysłowa	styczeń	-	0,0% m/m	0,4% m/m
USA	16:00	Wystąpienie prezesa FED przed Komisją Finansów Izby Reprezentantów	-	-	-	-
USA	18:00	Indeks FED Filadelfia	lut	-	5,0	8,3

### 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.