



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)

**Daily Letter****czwartek, 29 marca 2007**

STRON: 5

## Makroekonomia

### RPP utrzymała stopy na dotychczasowym poziomie, jastrzębi komunikat

*Stopy procentowe bez zmian, ale w komunikacie Rada sygnalizuje nadchodzącą podwyżkę*

Zgodnie z oczekiwaniami, RPP na wczorajszym posiedzeniu nie zmieniła poziomu stóp procentowych. Podkreślamy jednak, że od kilku miesięcy obserwujemy istotną zmianę w sposobie komunikowania się RPP z rynkiem. Wydaje się, że wzorem ECB Rada stawia na przejrzyste komunikowanie swoich zamiarów i przygotowanie rynku na ewentualne zmiany poziomu stóp. W komunikacie po posiedzeniu znalazło się więc kilka istotnych modyfikacji w porównaniu z poprzednim komunikatem, które, naszym zdaniem wskazują na b. wysokie prawdopodobieństwo podwyżki. Tak więc, **RPP usunęła z komunikatu stwierdzenie „obecny poziom stóp umożliwi utrzymanie inflacji w średnim okresie w pobliżu celu 2,5%”**. Kolejne zdanie komunikatu zostało natomiast zmodyfikowane jak następuje: **„Ustabilizowanie inflacji w pobliżu celu 2,5% i stworzenie w ten sposób warunków długofalowego wzrostu gospodarczego może wymagać zacieśnienia polityki pieniężnej w najbliższym czasie”**.

Zwracamy tu przede wszystkim uwagę na sformułowanie „w najbliższym czasie”, które naszym zdaniem jest czymś w rodzaju zwrotu „vigilance” używanego przez ECB miesiąc przed planowaną podwyżką i dość jednoznacznie wskazuje na podwyżkę stóp procentowych w kwietniu lub maju. Naszym zdaniem będzie to kwiecień. Dodatkowo, Rada uznała, iż „skala tego zacieśnienia będzie zależeć w dużej mierze od tego, czy napływające dane potwierdzą oczekiwania, że w najbliższych kwartałach utrzyma się wysoki wzrost popytu krajowego”. Wobec powyższego niemalże pewne jest, że RPP podwyższy stopy procentowe, ciągle jednak wydaje się, że nie istnieje zgodność w Radzie co do skali podwyżek i ich rozłożenia w czasie. **W chwili obecnej, naszym zdaniem, prawidłowe wydaje się interpretowanie zamiarów RPP w kategorii pre-emptive strike**. Uważamy, że kolejne podwyżki mogą być rozłożone w czasie (trochę tak jak zwykle to być w przypadku ECB). Po podwyżce w kwietniu, Rada może zdecydować się na kolejną podwyżkę dopiero w lipcu, kiedy to pozna projekcję inflacyjną. Przełomem może okazać się jesień 2007, kiedy to część członków RPP (świadczy o tym choćby dzisiejsza wypowiedź H. Wasilewskiej-Trenkner) spodziewa się odbicia inflacji. Niezrealizowanie tego ryzyka oznaczałoby odsunięcie kolejnych podwyżek na 2008.

*Po spodziewanej podwyżce w kwietniu, kolejne podwyżki mogą być rozłożone w czasie*

### MF: 18% wykonania deficytu po marcu

*Wykonanie lepsze od harmonogramu ma wynikać z niższych od założeń wydatków*

Zdaniem wiceminister finansów Elżbiety Suchockiej – Roguskiej deficyt budżetowy po marcu może wynieść ok. 18% planu, czyli niecałe 5,5 mld zł. Według harmonogramu deficyt miał wynieść 22%, a jego niższy poziom wynika z mniejszych niż zakładano wydatków. Jak powiedziała Suchocka – Roguska „niższa realizacja wydatków to raczej przesunięcie jej w czasie. Za wcześnie, żeby mówić, że jest to jakaś stała tendencja”. Niższe od zakładanego

wykonanie deficytu oznacza mniejszą emisję papierów skarbowych i z tego względu powinno zostać dobrze odebrane przez rynek. **Wyższe od oczekiwań tempo wzrostu popytu krajowego wskazuje, że jeżeli w tym roku nie zostanie obniżony klin podatkowy, to ponownie możliwe jest osiągnięcie deficytu niższego niż założono w ustawie budżetowej.**

## **B. Bernanke: „wzrost gospodarczy nie umiera ze starości”**

Prezes Rezerwy Federalnej Ben Bernanke powiedział wczoraj, że w jego ocenie nadal podstawowym problemem dla Fed pozostaje inflacja. Nie zgadza się on z ocenami poprzedniego prezesa Fed, że widać już oznaki końca cyklu – **zdaniem Bernankego, nie ma powodów aby sądzić, że fazy ekspansji muszą z naturalnych poziomów wygasnąć.** Bernanke wskazywał na podstawowy czynnik ryzyka dla wzrostu – tradycyjnie są to niepewne perspektywy na rynku nieruchomości („korekta na rynku nieruchomości może okazać się silniejsza niż obecnie uważamy”). **Bernanke uważa, że tempo wzrostu powinno ustabilizować się na umiarkowanym poziomie, dodając jednak, że w ostatnim czasie wzrosła niepewność co do siły osłabienia wzrostu. Pomimo tego uważa on, a celem Fed „ciągle pozostaje kontrola inflacji, która pozostaje ważniejszym ryzykiem”.** Taki bilans ryzyk jest w zgodzie z wydźwiękiem komunikatu po ostatnim posiedzeniu Fed i nie zmienia naszych oczekiwań co do przyszłych stóp procentowych w USA – obniżka stóp może nastąpić latem.

## **Rynek walutowy**

<b>Fixing NBP</b>	
<b>EUR/PLN</b>	<b>USD/PLN</b>
3,8890	2,9163

EUR/USD 1,3320 EUR/JPY 156,05 EUR/PLN 3,8850 USD/PLN 2,9160 (-20,55% wzg. koszyka).

*Wzrost obaw o eskalację konfliktu dyplomatycznego z Iranem (plotki o ostrzeleniu okrętu US Navy) przyczynił się do realizacji zysków na pozycjach „carry”, awersja do ryzyka zadecydowała również o osłabieniu rynków wschodzących. Złoty a także pozostałe waluty regionu traciły na wartości w trakcie pierwszej połowy dnia, kurs EUR/PLN zwyżkował do poziomu 3,8890 (umiarkowane stoplosy po przełamaniu 3,8800/3,8840), osłabienie forinta zostało powstrzymane na poziomie 249,70 EUR/HUF. Wraz z likwidacją części pozycji „carry” na walutach o wysokiej rentowności wyraźnie umocnił się jen, któremu sprzyjała ponadto repatriacja zysków przed końcem roku finansowego w Japonii; kurs EUR/JPY zniżkował w drugiej połowie sesji europejskiej do poziomu 155,85 (USD/JPY odp. do poziomu 116,67). Decyzja RPP o pozostawieniu stóp procentowych bez zmian, w znacznej mierze zdyskontowana już przez rynek, nie wpłynęła znacząco na notowania złotego, drugą połową dnia przyniosła konsolidację w paśmie wahań 3,8800-70 EUR/PLN. Konferencja prasowa NBP, również zgodnie z oczekiwaniami, przyniosła ostrzeżenie, że ustabilizowanie inflacji w pobliżu celu może wymagać podniesienia stóp w najbliższym czasie. Pod koniec sesji kurs EUR/PLN ustabilizował się ok. 3,8815. Po okresie konsolidacji na relacji EUR/USD (powyżej wsparcia 1,3320) publikacja słabszych od oczekiwanych danych dot. zamówień na dobra trwałe w USA przyniosła nieznaczne osłabienie dolara (1,3368), inwestorzy wstrzymywali się jednak z bardziej zdecydowaną wyprzedacją USD przed wystąpieniem Bernanke.*

Wczorajsze wystąpienie Bernanke okazało się (umiarkowanie) korzystne dla dolara; szef Fed przypomniał o „niepokojąco wysokiej inflacji bazowej” oraz dał do zrozumienia że priorytetem dla Fed będzie ograniczenie ryzyka wzrostu inflacji, ograniczając tym samym oczekiwania dot. ewentualnej obniżki stóp proc. w krótkim terminie. Rynek zareagował odwracaniem krótkich pozycji w dolarze (EUR/USD zniżkował do poziomu 1,3300), a

wcześniejsze niepowodzenie ok. poziomu oporu 1,3370 sugeruje, że w trakcie sesji europejskiej może nastąpić próba przełamania wsparcia 1,3300/1,3290 EUR/USD (celem byłoby początkowo 1,3250). Ograniczenie dalszego umocnienia jena sprzyja poprawie notowań walut regionu CE4, kurs EUR/PLN powinien zatem powrócić do pasma wahań 3,86-3,88 (rosnące oczekiwania na podwyżkę stóp przez RPP będą sprzyjać dalszemu umocnieniu złotego).

### Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Niepowodzenie na poziomie oporu 1,3370 oraz poprawa nastrojów wobec USD sugerują korektę; przełamanie wsparcia 1,3300/1,3290 otwiera drogę na 1,3250/30. Stoplosy powyżej 1,3375/80.

wsparcie	opór
1,3305	1,3410
1,3250	1,3390
1,3230	1,3370



Źródło: Reuters

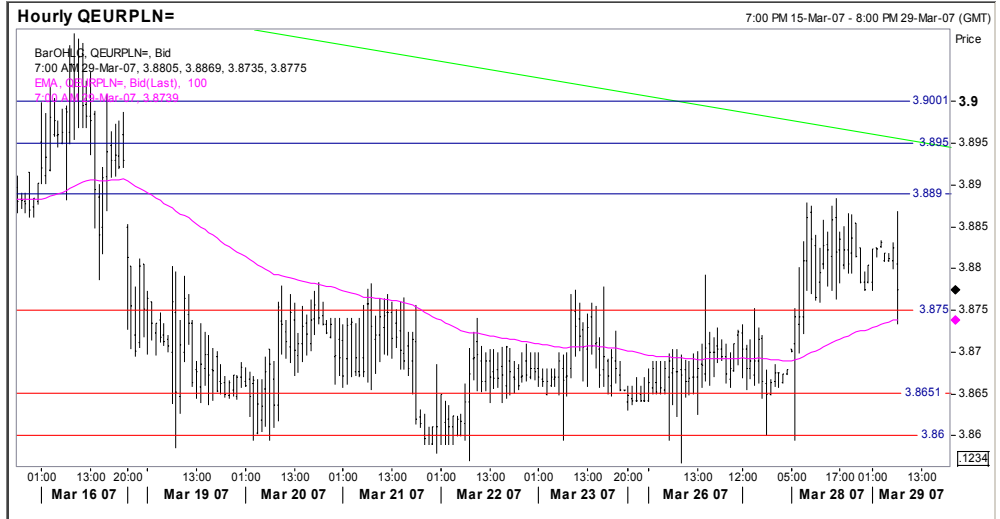
### Krótkoterminowe prognozy, Złoty

	EURPLN	
SPOT	3,8753	3,8795
ATM	BID	ASK
1 W	6,20	7,20
1 M	6,10	7,10
2 M	6,10	7,10
3 M	6,10	7,10
6 M	6,20	7,20

Korekta (oraz polowanie na stoplosy) wyznaczyły lokalny poziom oporu na poziomie 3,8890 EUR/PLN; poprawa nastrojów oznacza powrót do poprzedniego pasma wahań euro, przełamanie wsparcia 3,8750 EUR/PLN potwierdzi powrót złotego do trendu wzrostowego w krótkim terminie. Kluczowym poziomem wsparcia pozostaje 3,8600/3,8550 EUR/PLN.

wsparcie	opór
3,8750	3,9000
3,8650	3,8950
3,8600/50	3,8890

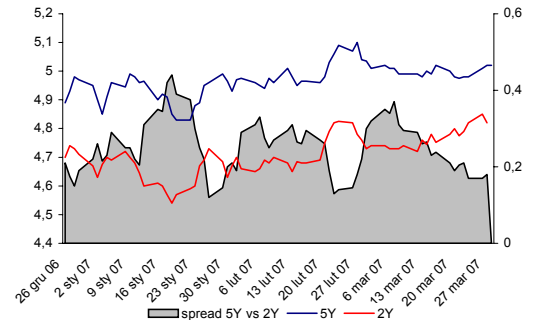
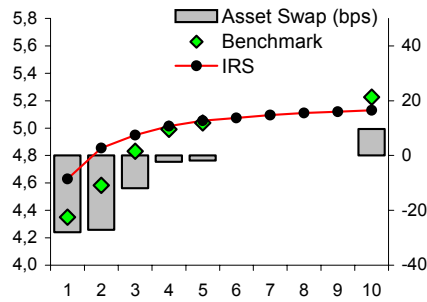
USDPLN		
SPOT	2,9079	2,9102
ATM	BID	ASK
1 W	7,85	8,85
1 M	7,85	8,85
2 M	7,85	8,85
3 M	7,90	8,90
6 M	8,15	8,85
1 Y	8,15	8,85
DELTA = 25		
	1 M	1 Y
RR	1,20	1,30
Fly	0,35	0,60



Źródło: Reuters

## Rynek stopy procentowej, Złoty

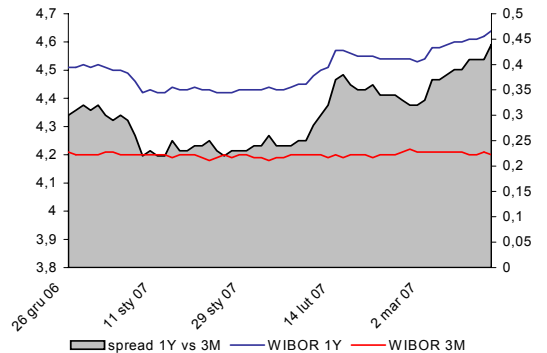
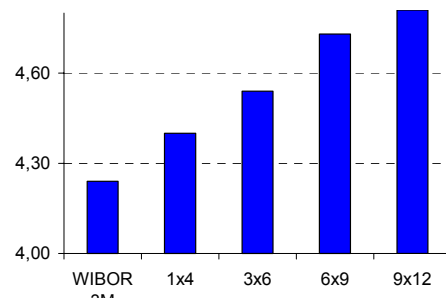
IRS	BID	ASK
1Y	4,58	4,68
2Y	4,81	4,91
3Y	4,90	5,00
4Y	4,97	5,07
5Y	5,01	5,11
6Y	5,03	5,13
7Y	5,05	5,15
8Y	5,06	5,16
9Y	5,07	5,17
10Y	5,08	5,18



depo	BID	ASK
ON	3,66	3,84
1M	3,96	4,14
3M	4,06	4,24

FRA	BID	ASK
1x2	4,24	4,29
1x4	4,34	4,40
3x6	4,49	4,54
6x9	4,67	4,73
9x12	4,75	4,81



**Najważniejsze wydarzenia i publikacje danych makroekonomicznych czwartek, 29 marca 2007**

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
USA	14:30	Wzrost PKB (3. korekta)	IV kw.	-	2,2%	2,2%
USA	14:30	Bezrobocie tygodniowe	24 marca	-	320 tys.	316 tys.

**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 UPZEDNIĄ ZGODĄ AUTORÓW.*