



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

STRON: 5

Daily Letter**piątek, 6 kwietnia 2007**

Makroekonomia

A. Sławiński: hydra inflacji może ponownie zacząć nabierać siły

Prof. Andrzej Sławiński z RPP w dzisiejszej Rzeczypospolitej wskazuje na kilka wyzwań, przed którymi staje obecnie bank centralny. Jak zwykle w swoich esejach, prof. Sławiński nie odnosi się wprost do Polski, jednak wspomniane przez niego przykłady nie pozostawiają wątpliwości, że właśnie o Polskę chodzi. Po pierwsze **Sławiński wspomina przykład Bundesbanku, który jako jeden z nielicznych banków centralnych w latach 70. był w stanie ograniczyć żądania płacowe po szokach naftowych (dzięki zbudowaniu wysokiej wiarygodności antyinflacyjnej)**. Drugi przykład to ewolucja w polityce monetarnej EBC – na początku działalności tego banku przeważał pogląd, że jedynym smartwieniem dla banku centralnego powinna pozostać stabilna inflacja, która sama w sobie będzie gwarantowała utrzymywanie wzrostu na poziomie potencjału. Z czasem okazało się jednak, że taki priorytet polityki monetarnej nie jest właściwy, gdyż **„w wyniku inercji inflacji rzeczywisty świat może przejściowo różnić się od tego z założeń teorii”**. Tu warto przypomnieć, że kilka dni temu Sławiński powiedział, że nie ma już wątpliwości, że bieżący wzrost gospodarczy jest powyżej potencjału.

Prof. Sławiński: gdyby wiarygodność banku centralnego spadła, hydra inflacji mogłaby ponownie zacząć straszyć

Artykuł kończy się stwierdzeniem, że **„gdyby zaufanie do banków centralnych uległo erozji, hydra inflacji mogłaby ponownie zacząć nabierać siły”**. Jest to bezpośrednie nawiązanie do artykułu prof. Sławińskiego sprzed ok. roku, w którym pisał on, że **„biedne hydrzysko [inflacji] nie ma już siły by straszyć jak dawniej”**.

Widać więc wyraźnie, że **prof. Sławiński dostrzega bardzo istotne zmiany, które w ostatnim czasie zaszły w bilansie ryzyk. Wspomniane przez niego przykłady wprost wskazują na to, że jego zdaniem RPP powinna zaakcentować swoją czujność wobec ryzyk dla przyszłej inflacji poprzez podwyżkę stóp procentowych w najbliższym czasie.**

S. Skrzypek o polityce monetarnej i kursie złotego

Prezes NBP S. Skrzypek w ostrożnym tonie wypowiedział się o perspektywie wzrostu inflacji w Polsce. Jego zdaniem wprawdzie RPP powinna monitorować wzrost wydajności i płac oraz to, czy PKB nie przekracza potencjału, jednak nie oczekuje on aby w latach 2008-2009 inflacja miała wzrosnąć znacząco powyżej celu NBP. Skrzypek spodziewa się, że również nowa projekcja inflacyjna pokaże prognozę inflacji poniżej centralnej ścieżki z projekcji styczniowej.

S. Skrzypek: inflacja w latach 2008-09 powinna pozostać blisko celu, cel należy traktować symetrycznie

Prezes NBP powtórzył również użyte na pierwszej konferencji stwierdzenie, że cel inflacyjny należy traktować symetrycznie, co w chwili obecnej (część RPP zdaje się popierać ideę podwyżek stóp w sytuacji, gdy bieżąca inflacja znajduje się poniżej celu) można pochylić jako niechęć do zacieśniania polityki monetarnej.

S. Skrzypek ponownie wyraził również przekonanie, że w roku 2009 Polska wypełni kryteria konwergencji i w 2012 wejdzie do strefy euro.

K. Zajdel-Kurowska o długu i emisjach obligacji

Wiceminister K. Zajdel-Kurowska podkreśliła gotowość Polski do wcześniejszej spłaty zadłużenia w Klubie Paryskim, co powinno przyczynić się do poprawy ratingu Polski. Problemem w tym przypadku jest oczywisty brak zainteresowania wcześniejszą spłatą wśród wierzycieli; rezygnacja z wysokich odsetek w przyszłych latach negatywnie wpłynęłaby na deficyty budżetowe Japonii Francji, naszych największych wierzycieli.

Zajdel-Kurowska uspokaja również, że planowane emisje 30 letnich obligacji nie zmniejszą podaży pozostałych papierów. W tym miejscu należy zauważyć, że bardzo dobre (jak dotychczas) wykonanie budżetu w 2007 roku siłą rzeczy podaże te ogranicza. Wiceminister podkreśliła również, że planowana emisja we frankach szwajcarskich będzie niewielka wobec małych potrzeb pożyczkowych w walutach obcych i wobec tego będzie miała przede wszystkim znaczenie marketingowe. Środki z tej emisji nie będą prawdopodobnie wymieniane na rynku (niewykorzystany limit wymiany walut w NBP, brak konieczności finansowania zobowiązań w złotym poprzez emisje zagraniczne, wysokie ceny obligacji złotych wobec niskich podaży).

Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,8420	2,8746

EUR/USD 1,3415 EUR/JPY 159,40 EUR/PLN 3,8385 USD/PLN 2,86 (-21,75% wzg. koszyka).

Początek sesji europejskiej przyniósł nieznaczne umocnienie dolara, kurs EUR/USD zniżkował do 1,3350 gdzie jednak ponownie pojawił się popyt na wspólną walutę. Kolejne godziny przyniosły konsolidację w wąskim paśmie wahań 1,3355-75.. W centrum uwagi pozostawało posiedzenie Banku Anglii – decyzja o pozostawieniu stóp procentowych bez zmian spowodowała wyprzedaż funta, kurs GBP/USD zniżkował do poziomu 1,9670; osłabienie okazało się krótkotrwałe, rynek uznał, że (oczekiwana) podwyżka stóp (BoE) została jedynie przełożona na maj. Solidne dane o produkcji przemysłowej w RFN (+0,9% m/m) oraz późniejsze komentarze Wellink'a (ECB) dodatkowo wsparły notowania euro, natomiast ponowne osłabienie jena powstrzymały w drugiej połowie dnia zlecenia eksporterów oraz obrona pozycji opcyjnych (ok.. 119,00 USD/JPY oraz odp. 159,20/40 EUR/JPY). Informacja o wzroście liczby nowych bezrobotnych w USA (321,000) spowodowała inwestorów (NY) do wyprzedaży dolara. Przełamanie poziomu oporu 1,3380/90 a następnie 1,3410 przy ograniczonej płynności rynku uruchomiło zlecenia stop-loss, w efekcie kurs EUR/USD osiągnął poziom 1,3440 (tj. 2-letnie maksimum); do likwidacji długich pozycji w USD przyczyniły się obawy związane z publikacją raportu z rynku pracy USA. Rosnące oczekiwania na podwyżkę stóp procentowych w Polsce (oraz korzystne nastroje wobec rynków wschodzących) sprzyjały umocnieniu złotego; po okresie konsolidacji ok. 3,8470-3,8530 EUR/PLN złoty ponownie zaczął zyskiwać na wartości, testując w trakcie pierwszej połowy dnia poziom wsparcia 3,8400 EUR/PLN (3,8385). Trwałe przełamanie nastąpiło jednak dopiero w drugiej połowie sesji, osłabienie dolara (oraz relatywnie słabe notowania jena) wspierały trend; kurs EUR/PLN zniżkował w godzinach popołudniowych do

poziomu 3,8335 pomimo jednoczesnej, przedświątecznej realizacji zysków na krótkich pozycjach w euro przez część inwestorów. Wraz z globalnym osłabieniem dolara pod koniec sesji kurs USD/PLN zniżył się do poziomu 2,8540.

Pogłoski o znacznej poprawie na rynku pracy USA (+230k NFP) zostały zlekceważone przez rynek, na którym przeważa opinia, że ostatnie dane makro nie uzasadniają tak optymistycznych prognoz..(średnia oczekiwań 120k nowych miejsc pracy). Realizacja zysków ok. 1,3440 EUR/USD powstrzymała dalsze osłabienie dolara, do czasu publikacji danych z USA można oczekiwać dalszej konsolidacji w paśmie 1,3385-1,3440 jakkolwiek relatywnie niska płynność sprzyja polowaniu na zlecenia stop-loss; przełamanie oporu 1,3440/50 EUR/USD otwiera drogę na 1,3580/1,3650. Złoty pozostaje w trendzie wzrostowym, możliwy wydaje się test poziomu wsparcia 3,8350/30 EUR/PLN (celem jest 3,8200); ewentualna realizacja zysków powinna zostać powstrzymana ok. poziomu 3,8500 EUR/PLN.

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Kontynuacja trendu wymaga przełamania oporu 1,3450 (1,3480); do czasu publikacji figur z USA prawdopodobna wydaje się konsolidacja w paśmie 1,3385-40.

wsparcie	opór
1,3400	1,3580
1,3385	1,3480
1,3360	1,3450



Źródło: Reuters

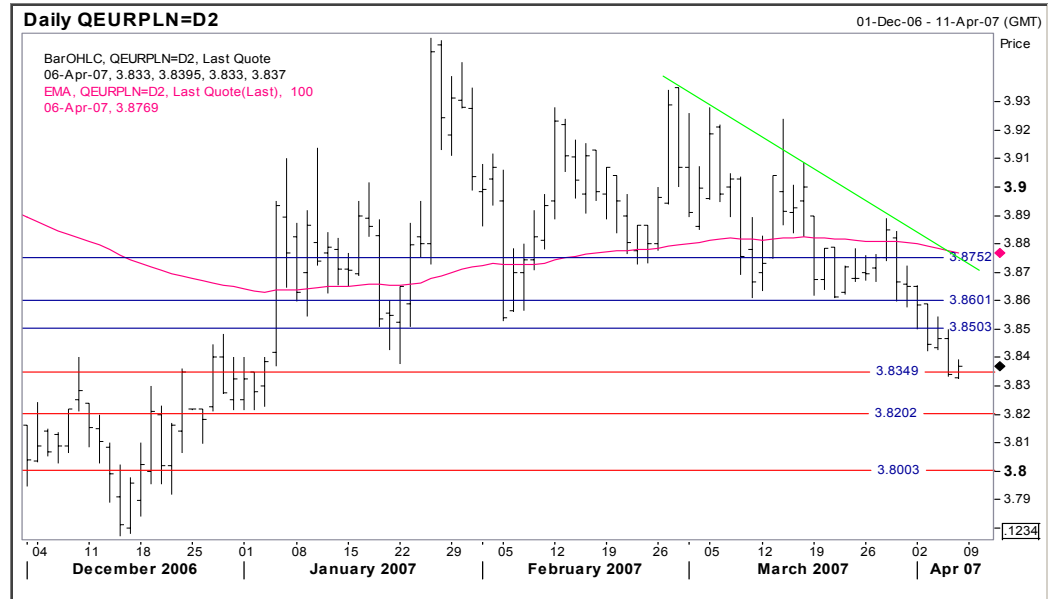
Krótkoterminowe prognozy, Złoty

EURPLN		
SPOT	3,8347	3,8381
ATM	BID	ASK
1 W	5,50	6,50
1 M	5,70	6,70
2 M	5,75	6,75
3 M	5,80	6,80
6 M	6,05	6,75
1 Y	6,05	6,75
DELTA = 25		
	1 M	1 Y
RR	0,00	0,00
Fly	0,30	0,40

O ile realizacja zysków zostanie powstrzymana na poziomie 3,8450/3,8500 prawdopodobna wydaje się kontynuacja trendu (test wsparcia 3,8350/30); trwałe przełamanie wsparcia otwiera drogę na 3,8200 EUR/PLN. Powyżej 3,8550/00 możliwe zlecenia stop-loss.

wsparcie	opór
3,8350/30	3,8750
3,8200	3,8600
3,8000	3,8500

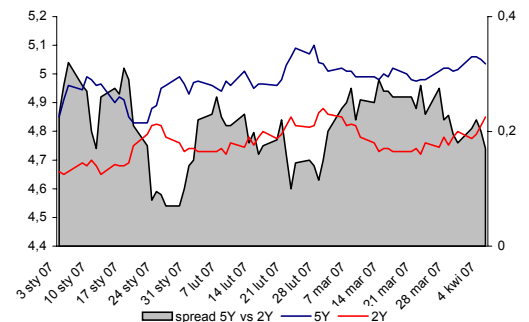
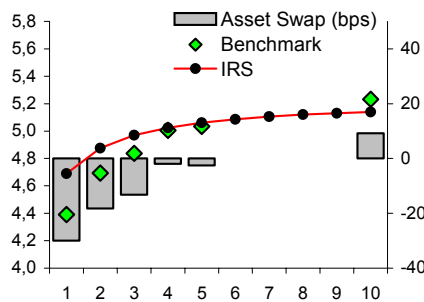
USDPLN		
SPOT	2,8588	2,8608
ATM	BID	ASK
1 W	6,80	7,80
1 M	7,00	8,00
2 M	7,50	8,50
3 M	7,65	8,65
6 M	7,85	8,55
1 Y	7,85	8,55
DELTA = 25		
	1 M	1 Y
RR	1,20	1,30
Fly	0,35	0,60



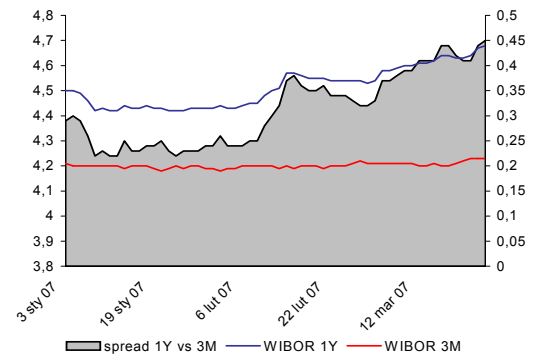
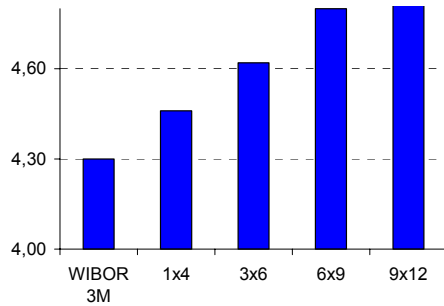
Źródło: Reuters

Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	4,64	4,74
2Y	4,83	4,93
3Y	4,92	5,02
4Y	4,98	5,08
5Y	5,01	5,11
6Y	5,04	5,14
7Y	5,06	5,16
8Y	5,07	5,17
9Y	5,08	5,18
10Y	5,09	5,19



depo	BID	ASK
ON	3,95	4,12
1M	4,00	4,20
3M	4,11	4,30
FRA	BID	ASK
1x2	4,27	4,32
1x4	4,40	4,46
3x6	4,56	4,62
6x9	4,74	4,80
9x12	4,84	4,90



Najważniejsze wydarzenia i publikacje danych makroekonomicznych piątek, 6 kwietnia 2007

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSSENSUS	POPZEDNIO
USA	14:30	Liczba nowych miejsc pracy	marzec	-	120 tys.	97 tys.
USA	14:30	Stopa bezrobocia	marzec	-	4,6%	4,5%

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.