



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

STRON: 1

Daily Letter**piątek, 27 kwietnia 2007**

Makroekonomia

Kwietniowa projekcja inflacyjna

Rozszerzenie modułu rynku pracy w projekcji inflacyjnej doprowadziło do niższej presji płacowej w dalszym horyzoncie projekcji

Projekcja jest oparta na danych dostępnych do 23 marca, co oznacza prawdopodobne zniżenie wzrostów wynagrodzeń oraz cen paliw czy żywności

NBP opublikował wczoraj kwietniowy Raport o inflacji, zawierający najnowszą projekcję inflacyjną. **Jak podano już w środowym komunikacie RPP, centralna ścieżka inflacji w całym horyzoncie projekcji jest niższa od tej ze stycznia.**

Najważniejszą zmianą w modelu projekcji jest rozszerzenie modułu rynku pracy – przede wszystkim wprowadzenie endogenicznej NAWRU. Zmieniono również założenia eksperckie dotyczące podaży pracy – NBP uznał teraz, że wcześniejszą ścieżkę aktywności zawodowej należy podnieść, co prowadzi do szybszego spadku NAWRU, słabszej presji płacowej w dalszym horyzoncie projekcji, oraz wyższego potencjalnego tempa wzrostu. Po reestymacji modelu zmienił się ponadto wpływ determinantów inflacji na inflację netto – obniżono wpływ ULC, wyższy jest natomiast wpływ cen importu. W rezultacie doprowadziło to do wolniejszego tempa wzrostu inflacji w dalszym horyzoncie projekcji.

Projekcja przewiduje, że przez cały obecny rok inflacja będzie się znajdowała poniżej 2,5% (w III kw. nawet poniżej 1,5%). Centralna ścieżka inflacji osiągnie 2,5% w II kw. przyszłego roku, na koniec 2009 r. inflacja zbliży się natomiast do 3,5%.

Przy omawianiu projekcji trzeba zwrócić uwagę na to, że jest ona oparta na danych dostępnych jedynie do 23 marca. Znaczna część danych opublikowanych po tym dniu wskazuje jednak na silniejsze ryzyka inflacyjne – sam NBP ocenia, że przewidywane wzrosty cen paliw, żywności oraz wynagrodzeń są prawdopodobnie zaniżone. Projekcja ponadto nie uwzględnia planów rządu w zakresie obniżki klina podatkowego, co również powinno mieć niezaniechanym wpływ na inflację. Po uwzględnieniu tych czynników, można oczekiwać, że ścieżka inflacji w projekcji lipcowej będzie wyraźnie wyższa.

Członkowie RPP o przyczynach podwyżki

H. Wasilewska-Trenkner i D. Filar: podwyżka sygnalizuje czujność Rady wobec średnioterminowych ryzyk inflacyjnych

Dwoje przedstawicieli RPP – D. Filar i H. Wasilewska-Trenkner mówili wczoraj o przyczynach podwyżki stóp. Zdaniem dr Wasilewskiej-Trenkner, „decyzja jest sygnałem, że sytuacja, w jakiej jest gospodarka niesie ze sobą sygnały pewnych napięć inflacyjnych. Stąd nasza decyzja, by zapewnić, że będziemy czuwać nad inflacją”. Podobne oceny przedstawił prof. Filar, którego zdaniem powodem do podwyżki były obawy o istotne odbicie inflacji w przyszłym roku. Zdaniem D. Filara, inflacja w najbliższych miesiącach powinna być niska, jednak dla Rady ważniejsze jest to, aby „patrzeć na IV kw. tego roku i koniec przyszłego, co nieco zmienia perspektywę”.

Jak zatem widać, nawet dla najbardziej „jastrzębich” przedstawicieli Rady podwyżka stóp miała w dużej mierze charakter „pre-emptive”, nie wynikała

natomiast z oceny, że ryzyka inflacyjne materializują się już teraz. Naszym zdaniem, nawet oni nie będą w najbliższym czasie naciskać na kolejne podwyżki. Następną podwyżka stóp może naszym zdaniem nastąpić w lipcu. Wobec naszych oczekiwań na to, że nadchodzące dane będą wskazywały na znacznie silniejsze ryzyka inflacyjne niż przewiduje to projekcja z kwietnia, podtrzymujemy wcześniejsze prognozy dotyczące skali łącznych podwyżek (50 bps w tym, kolejne 75 bps w przyszłym roku).

Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,7746	2,7668

EUR/USD 1,3600 EUR/JPY 162,40 EUR/PLN 3,7790 USD/PLN 2,7790 (23,4% wzg. koszyka).

Pomimo publikacji korzystnych danych makro ze strefy euro, w tym niemieckiego indeksu zaufania konsumentów (GfK. 5,5 pkt.) kurs EUR/USD nie był w stanie przełamać poziomu oporu 1,3655 (1,3665). Do niepowodzenia przyczyniła się zdecydowana realizacja zysków na długich pozycjach w funcie (GBP/USD) oraz wcześniejsza realizacja zysków na pozycjach carry (NZD & AUD), które dały sygnał do odwracania pozycji EUR/USD. Kurs GBP/USD przełamał poziom wsparcia 2,00 oraz 1,9950 uruchamiając zlecenia stop-loss, równocześnie dolar umocnił się wobec euro osiągając poziom 1,3588. Popyt na dolara przyniósł także przełamanie oporu 119,00 USD/JPY. Zlecenia stop-loss spowodowały następnie wzrost kursu USD/JPY do poziomu 119,49 (jen tracił równocześnie na wartości wobec euro, kurs EUR/JPY zwyżkował w trakcie sesji do poziomu 162,55). Techniczna korekta dolara została powstrzymana w drugiej połowie dnia, informacja o liczbie nowych bezrobotnych w USA (321,000) nie wpłynęła znacząco na notowania dolara, utrzymały się natomiast obawy dot. spadku dynamiki amerykańskiego PKB. Początek sesji przyniósł wyraźne umocnienie złotego, będące kontynuacją trendu wspartego decyzją RPP (stosunkowo gołębi komunikat Rady nie zmienił oczekiwań rynku dot. kolejnych podwyżek stóp w Polsce). Kurs EUR/PLN zniżkował do poziomu 3,7656 (USD/PLN 2,7615) jednakże realizacja zysków (oraz zlecenia importerów) powstrzymały dalsze umocnienie złotego. Kolejne godziny przyniosły konsolidację w paśmie wahań 3,7700-70 EUR/PLN; w drugiej połowie dnia złoty tracił umiarkowanie na wartości wobec dolara, kurs USD/PLN zwyżkował do poziomu 2,7770.

Publikacja japońskich danych makro ograniczyła oczekiwania na zaostrzenie polityki monetarnej BoJ, przyczyniając się do osłabienia jena podczas sesji azjatyckiej (EUR/JPY wzrósł do rekordowego poziomu 162,84). Kluczowy dla trendu w krótkim terminie okaże się komunikat Fukui (BoJ); korekta EUR/USD została powstrzymana na poziomie 1,3585 jednakże zbliżający się weekend może skłonić inwestorów do wzmożonej realizacji zysków – przełamanie wsparcia 1,3585 otwiera drogę na 1,3540/20 oraz 1,3470. Awersja do powiększania ryzyka może również zadecydować o osłabieniu złotego – wzrost kursu EUR/PLN powyżej 3,7850/3,7900 może uruchomić zlecenia stop-loss (korekta powinna jednak być ograniczona do poziomu 3,8000/50 EUR/PLN). Przełamanie oporu 3,8150 sugerowałoby głębszą korektę oraz powstrzymanie trendu wzrostowego PLN w krótkim terminie.

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Realizacja zysków po nieudanej próbie przełamania oporu 1,3655
- prawdopodobny test poziomu wsparcia 1,3585; przełamanie
otwiera drogę na 1,3540/20 oraz 1,3470.

wsparcie	opór
1,3585	1,3690
1,3540/20	1,3655
1,3470	1,3620



Źródło: Reuters

Krótkoterminowe prognozy, Złoty

EURPLN		
SPOT	3,7753	3,7773
ATM	BID	ASK
1 W	5,90	6,90
1 M	5,50	6,50
2 M	5,50	6,50
3 M	5,50	6,50
6 M	5,75	6,45
1 Y	5,85	6,55
DELTA = 25		
	1 M	1 Y
RR	0,85	1,20
Fly	0,30	0,40

Realizacja zysków przed w/e oznacza możliwy test poziomów
oporu 3,7900/3,8050; przełamanie 3,8150 sugerowałoby
odwrócenie trendu w krótkim terminie oraz głębszą korektę.

wsparcie	opór
3,7730	3,8150
3,7680	3,8050/00
3,7500	3,7900



Źródło: Reuters

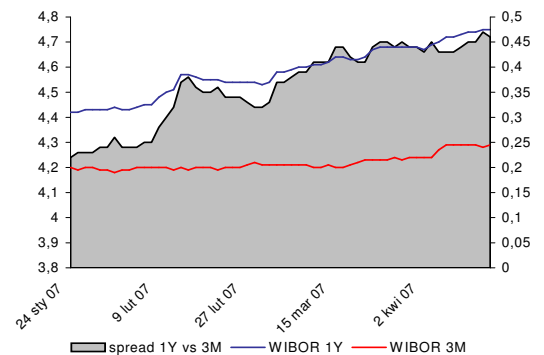
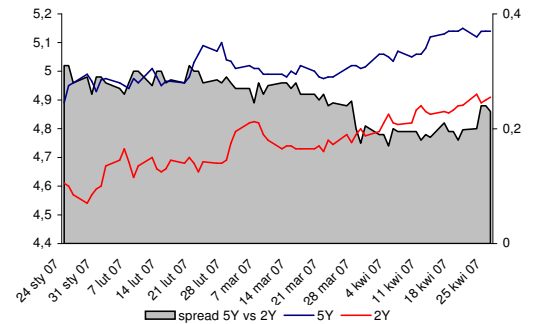
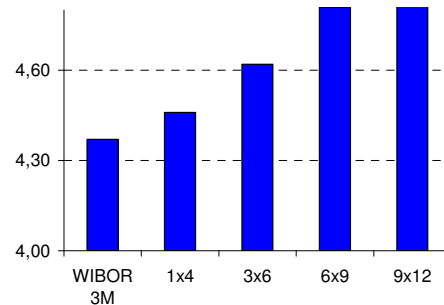
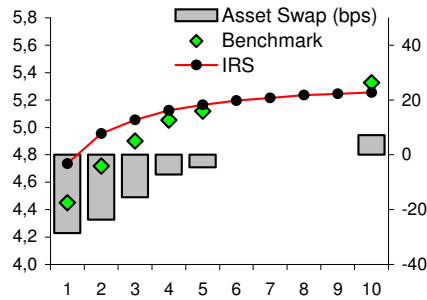
USDPLN		
SPOT	2,7767	2,7804
ATM	BID	ASK
1 W	6,50	7,50
1 M	6,70	7,70
2 M	6,80	7,80
3 M	6,95	7,95
6 M	7,20	7,90
1 Y	7,35	8,05
DELTA = 25		
	1 M	1 Y
RR	1,20	1,30
Fly	0,35	0,60

Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	4,69	4,79
2Y	4,91	5,01
3Y	5,01	5,11
4Y	5,08	5,18
5Y	5,12	5,22
6Y	5,15	5,25
7Y	5,17	5,27
8Y	5,19	5,29
9Y	5,20	5,30
10Y	5,21	5,31

depo	BID	ASK
ON	2,70	3,00
1M	4,24	4,34
3M	4,27	4,37

FRA	BID	ASK
1x2	4,35	4,40
1x4	4,41	4,46
3x6	4,57	4,62
6x9	4,75	4,81
9x12	4,81	4,87



Najważniejsze wydarzenia i publikacje danych makroekonomicznych piątek, 27 kwietnia 2007

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSSENSUS	POPZEDNIO
EMU	10:00	Saldo obrotów bieżących	Luty	-	1,4 mld	2,7 mld
USA	14:30	PKB – wstępne szacunki	I kw.	-	1,8%	2,5%
USA	14:30	Indeks cen PCE	I kw.	-	3,3%	-1,0%
USA	16:00	Indeks Uniwersytetu Michigan	Kwiecień	-	85,2	88,4

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 UPZEDNIĄ ZGODĄ AUTORÓW.