



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)

## Makroekonomia

### Dobre dane o PKB w I kw.

*Zmiana w strukturze wzrostu PKB – przyspieszenie wzrostu konsumpcji od strony popytowej...*

*...oraz usług rynkowych od strony podażowej*

PKB wzrósł w I kw. 2007 o 7,4% r/r (BRE: 7,5%, konsensus 7,2%). W poprzednim kwartale wzrost ten wyniósł 6,6%. Należy przede wszystkim zwrócić uwagę na znaczne przyspieszenie popytu konsumpcyjnego z 5,1% do 6,9%, co ewidentnie świadczy o **realizacji scenariusza boomu konsumpcyjnego** i prawdopodobnie rosnącej presji popytowej na wzrost cen konsumenta. **Podtrzymujemy również pogląd, że przyspieszenie konsumpcji będzie kontynuowane w przyszłych kwartałach**, o czym świadczą wzrost wskaźników ufności konsumenta i dochodu do dyspozycji (dodatkowym „dopalaczem” może być również redukcja klina podatkowego, +0,5 pkt. proc.). W I kw. byliśmy również świadkiem dalszego przyspieszenia popytu inwestycyjnego, wzrost o 29,6% r/r, co w znacznej mierze wiązać się może (choć nie tylko) z wysokimi wzrostami w budownictwie i chyba nikogo (po niedawnych danych wskazujących na 47% wzrost nakładów na inwestycje w największych przedsiębiorstwach) tak naprawdę nie zaskakuje.

Dekompozycja PKB od strony podażowej wskazuje, że obecne przyspieszenie wzrostu PKB wynika głównie z wyższej dynamiki usług rynkowych i budownictwa. Wartość dodana w budownictwie wzrosła w skali roku o 40,1% - głównie na skutek wyjątkowo dobrych warunków pogodowych. Dość znacząco wzrosły również usługi rynkowe - o 7,4%, co pozostaje zbieżne z rekordowo wysoką konsumpcją. Relatywnie najsłabiej wypadł przemysł - wartość dodana zwiększyła się zaledwie o 9,1% - co daje dynamikę zbliżoną do poprzednich kwartałów i potwierdza zmianę struktury wzrostu obserwowaną od pewnego czasu.

**Naszym zdaniem dane o PKB potwierdziły siłę i trwałość ożywienia gospodarczego w Polsce. Dostarczyły również nowych argumentów dla zwolenników zacieśnienia polityki monetarnej (chodzi nam tu głównie o nieantycypowany wcześniej tak znaczący wzrost konsumpcji).**

### Komentarze członków RPP do danych o PKB

*D. Filar: kolejna podwyżka najlepiej przed wakacjami*

*H. Wasilewska-Trenkner: obawy o inflację pozostają*

Jeszcze przed publikacją danych o PKB wypowiedziało się dwoje „jastrzębich” przedstawicieli RPP. Prof. D. Filar jednoznacznie stwierdził, że kwietniowa podwyżka stóp nie zapewnia stabilizacji inflacji wokół celu, a najlepiej byłoby dokonać kolejnej podwyżki jeszcze przed wakacjami. Jego zdaniem przerwy pomiędzy kolejnymi podwyżkami nie mogą być zbyt długie ze względu na to, że pierwsza podwyżka nastąpiła stosunkowo późno.

Nieco łagodniejsza w swoich ocenach była dr H. Wasilewska-Trenkner - jej zdaniem Rada nie może być spokojna o inflację, jednak obecnie nie są potrzebne gwałtowne podwyżki stóp.

*M. Pietrewicz: reakcja RPP potrzebna tylko gdyby tempo wzrostu nie spadło*

*S. Nieckarz: popyt krajowy nie przekracza potencjału*

*J. Czekaj: podwyżki w tym roku zapewne nastąpią*

Prof. M. Pietrewicz uznał, że gdyby tempo wzrostu PKB było utrzymane w II kw., wymagałoby to reakcji ze strony RPP. Dodał jednak, że w jego ocenie tempo wzrostu jednak spadnie.

S. Nieckarz podkreślał korzystną z punktu widzenia perspektyw inflacyjnych strukturę wzrostu PKB, z utrzymującym się wysokim wzrostem inwestycji, ponadto w jego ocenie utrzymująca się niska inflacja bazowa wskazuje na to, że tempo wzrostu popytu krajowego nadal nie przekracza potencjalnego PKB.

Wreszcie prof. J. Czekaj stwierdził, że dość prawdopodobne jest wypełnienie prognoz rynkowych dotyczących następnych podwyżek (lipiec lub październik). „*Któraś z tych opcji zapewne będzie miała rację, ale ja bym nie przesądzał terminu podwyżki*”.

Wczorajsze wypowiedzi przedstawicieli RPP nie wpłynęły na zmianę naszych przewidywań dotyczących przyszłych stóp procentowych. W większości przypadków można je uznać za potwierdzenie wcześniejszych ocen co do składu poszczególnych frakcji w Radzie.

**Podtrzymujemy oceny, że w warunkach narastającej presji inflacyjnej oraz coraz bardziej widocznych napięć na rynku pracy, większość za podwyżką stóp zostanie uformowana w lipcu.**

## Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,8190	2,8415

EUR/USD 1,3450 EUR/JPY 163,95 EUR/PLN 3,8110 USD/PLN 2,8340 (-22,4% wzg. koszyka).

*Nastroje wzg. dolara nie uległy większej zmianie po publikacji sprawozdania z posiedzenia Fed; techniczny trading dominował na rynku (wsparcie 1,3415 EUR/USD obroniło się), inwestorzy nie byli skłonni do agresywnego powiększania pozycji na początku sesji europejskiej. W oczekiwaniu na publikację kolejnych figur z USA (w tym PKB, oraz piątkowego raportu z rynku pracy) kurs EUR/USD pozostawał w paśmie wahań 1,3420-50. Osłabienie tempa wzrostu amerykańskiego PKB okazało się większe niż oczekiwano (0,6% w Q1), w efekcie dolar zaczął ponownie tracić na wartości. Kurs EUR/USD zwyżkował do poziomu 1,3476.. Humory inwestorów poprawiła publikacja Chicago PMI (61,7pkt., wobec oczekiwanych 54pkt.) toteż pod koniec dnia kurs EUR/USD powrócił w okolice 1,3440/50. Dolar wyraźnie umocnił się również wobec jena, osiągając poziom 121,98. Odreagowanie spadków na azjatyckich giełdach przyczyniło się do poprawy nastrojów wobec rynków wschodzących, kurs EUR/PLN kontynuował trend z końca poprzedniej sesji – złoty umocnił się w godzinach porannych do poziomu 3,8120 wobec euro oraz 2,8350 wobec dolara. Poziomy te zachęciły inwestorów do ponownych zakupów euro, kolejne godziny przyniosły konsolidację w paśmie 3,8150-3,8250. Rynek nie zareagował na publikację danych dot. wzrostu PKB (7,3% w Q1), w znacznej mierze już zdyskontowanych. Pod koniec dnia, po nieudanej próbie przełamania wsparcia 3,8100 notowania EUR/PLN ustabilizowały się ok. poziomu 3,8150/70 (odp. 2,8350 USD/PLN).*

Kolejny dzień wzrostów na giełdach światowych przyczynił się do wzrostu apetytu na „carry trades”, w efekcie ponownie traci na wartości jen – przełamanie poziomów oporu 163,70/90 otwiera drogę na 164,50.. Kurs EUR/USD prawdopodobnie pozostanie w dotychczasowym paśmie wahań do czasu publikacji figur z USA (szczególnie raportu z rynku pracy – rynek oczekuje „po cichu” nawet ok. 160-170k nowych miejsc pracy). Poprawa nastrojów wzg. CE4 może zadecydować o dalszym umocnieniu złotego na początku sesji (przełamanie wsparcia 3,8050/3,8000 EUR/PLN może uruchomić zlecenia stop-loss)... jakkolwiek ewentualna silna aprecjacja dolara w drugiej połowie dnia miałyby przeciwny efekt (kluczowym poziomem oporu w krótkim terminie pozostaje 3,8370/3,8400 EUR/PLN).

**Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD**

Konsolidacja w krótkim okresie (1,3415-65); pozytywne dane z USA mogą dać impuls do kolejnej wyprzedaży euro, przełamanie wsparcia 1,3370 otwiera drogę na 1,3330/1,3300 (przełamanie linii trendu). Powyżej 1,3475 możliwe zlecenia stop-loss.

wsparcie	opór
1,3415/00	1,3515
1,3370	1,3490
1,3330	1,3475



Źródło: Reuters

**Krótkoterminowe prognozy, Złoty**

EURPLN	
SPOT	3,8157 3,8164
ATM	BID ASK
1 W	6,75 7,75
1 M	6,40 7,40
2 M	6,20 7,20
3 M	5,95 6,95
6 M	6,10 6,80
1 Y	6,10 6,80
DELTA = 25	
	1 M 1 Y
RR	1,25 1,30
Fly	0,30 0,40

Jak dotąd poziom wsparcia 3,8100 powstrzymał dalsze umocnienie złotego, jednakże wraz z osłabieniem jena popyt na waluty CE4 może rosnać (co sugerowałoby test 3,8000 EUR/PLN). Kluczowym poz. oporu jest 3,8370/3,8400.

wsparcie	opór
3,8100	3,8430
3,8015	3,8370
3,7900	3,8260

USDPLN	
SPOT	2,8388 2,8411
ATM	BID ASK
1 W	7,25 8,25
1 M	7,25 8,25
2 M	7,25 8,25
3 M	7,25 8,25
6 M	7,40 8,10
1 Y	7,40 8,10
DELTA = 25	
	1 M 1 Y
RR	1,20 1,30
Fly	0,35 0,60



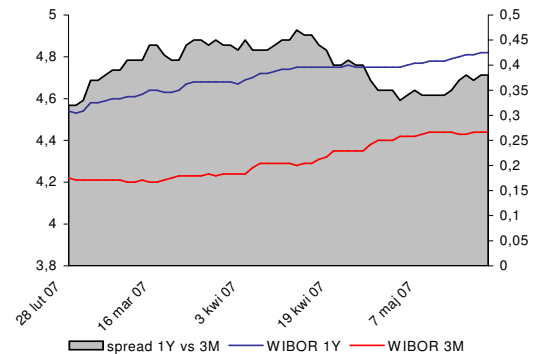
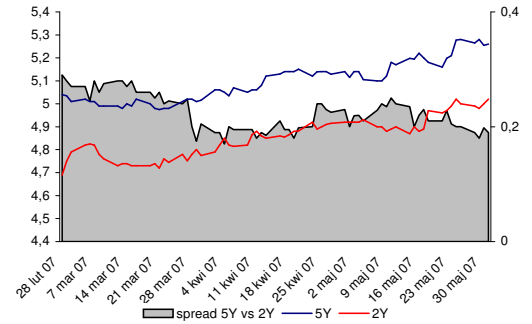
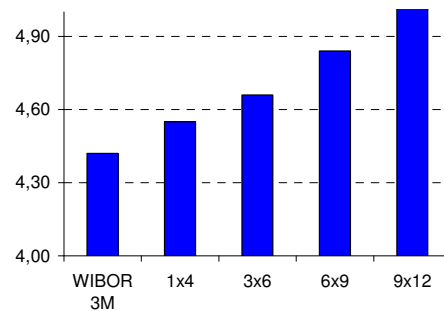
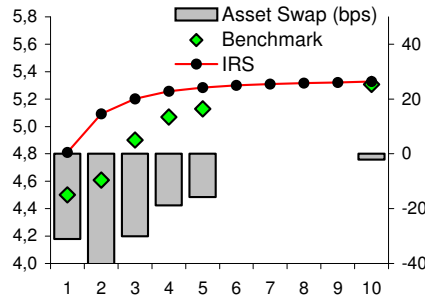
Źródło: Reuters

## Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	4,76	4,86
2Y	5,04	5,14
3Y	5,15	5,25
4Y	5,21	5,31
5Y	5,24	5,34
6Y	5,25	5,35
7Y	5,26	5,36
8Y	5,27	5,37
9Y	5,27	5,37
10Y	5,28	5,38

depo	BID	ASK
ON	4,20	4,40
1M	4,22	4,42
3M	4,22	4,42

FRA	BID	ASK
1x2	4,42	4,47
1x4	4,50	4,55
3x6	4,61	4,66
6x9	4,79	4,84
9x12	4,98	5,04



### Najważniejsze wydarzenia i publikacje danych makroekonomicznych piątek, 1 czerwca 2007

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
EMU	10:00	PMI	maj	-	55,5 pkt	55,4 pkt
EMU	11:00	PKB	I kw.	-	3,1%	3,3%
EMU	11:00	Stopa bezrobocia	kwiecień	-	7,2%	7,2%
USA	14:30	Liczba nowych miejsc pracy	maj	-	130 tys.	88 tys.
USA	14:30	Stopa bezrobocia	maj	-	4,5%	4,5%
USA	14:30	Dochody osobiste	kwiecień	-	0,3%	0,7%
USA	14:30	Wydatki konsumpcyjne	kwiecień	-	0,4%	0,3%
USA	14:30	Bazowy indeks cen PCE	kwiecień	-	0,2%	0,0%
USA	16:00	ISM dla przemysłu	maj	-	54,0 pkt	54,7 pkt
USA	16:00	Indeks Uniwersytetu Michigan	maj	-	88,0 pkt	87,1 pkt

### 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.