



JACEK KOTŁOWSKI TEL. 829 0183  
ERNEST PYTLARCZYK TEL. 829 0166  
WOJCIECH TRZEPIZUR TEL. 829 0188  
E-MAIL: [research@brebank.com.pl](mailto:research@brebank.com.pl)

STRON: 4

# Daily Letter

czwartek, 12 lipca 2007

## Makroekonomia

### Kolejne gołębie wypowiedzi członków Rady

*Halina Wasilewska-Trenkner oczekuje w tym roku jeszcze tylko jednej podwyżki*

*Stanisław Nieckarz uważa, że przez najbliższe 2 lata obserwowany PKB będzie rósł wolniej niż PKB potencjalny*

*Wypowiedzi członków Rady wskazują, że RPP jest zdecydowanie mniej jastrzębia niż wycenia to rynek*

Według członkini RPP dr Haliny Wasilewskiej – Trenkner dalsze posunięcia Rady będą zależały od danych makroekonomicznych, zwłaszcza tych obrazujących stan rynku pracy, od polityki fiskalnej rządu oraz sytuacji na rynkach globalnych. **Członkini Rady ma wątpliwości, czy w tym roku uda się zachować stopy na niezmiennym poziomie, jednak jej zdaniem być może w tym roku konieczna będzie jeszcze tylko jedna podwyżka.** Według Wasilewskiej – Trenkner, jeżeli nastąpiłoby rozluźnienie polityki fiskalnej, to Rada byłaby zmuszona podnosić stopy.

W jeszcze bardziej gołębiu tonie wypowiedział się dr Stanisław Nieckarz, który uważa, że przez najbliższe dwa lata wzrost obserwowanego PKB będzie kształtował się poniżej wzrostu potencjalnego. W jego opinii stopa bezrobocia w Polsce jest najwyższa w regionie, a udział inwestycji w PKB cały czas kształtuje się na bardzo niskim poziomie. Z tego względu zarówno po stronie pracy jak i kapitału istnieją jeszcze niewykorzystane możliwości wytwórcze, a korzystna struktura inwestycji będzie stopniowo podnosiła potencjał gospodarki. Z drugiej strony zdaniem Nieckarza pojawiły się pewne symptomy spowolnienia gospodarczego, w związku z czym PKB obserwowany będzie rósł jednak wolniej niż potencjalny.

Ponadto Nieckarz uważa, że ze względu na globalizację wpływ czynników krajowych na inflację jest coraz mniejszy, a w coraz większym stopniu o krajowym poziomie cen decydują czynniki zewnętrzne. Podobnie jak inni członkowie Rady duże ryzyko dla inflacji widzi on dążeniach rządu do rozluźnienia polityki fiskalnej.

**Warto zwrócić uwagę, że dr Nieckarz prezentuje zupełnie inny pogląd niż RPP wyraziła w komunikacie. Rada napisała bowiem, że PKB rośnie szybciej niż potencjał produkcyjny gospodarki, a w najbliższym okresie Polsce nie grozi spowolnienie.**

Są to już kolejne w krótkim okresie czasu wypowiedzi członków Rady wskazujące, że skala podwyżek w tym roku może być mniejsza niż wycenia rynek. Co ciekawe w tym duchu wypowiadają się zgodnie zarówno gołębi (Pietrewicz, Nieckarz) jak i jastrzębi (Noga, Wasilewska-Trenkner) członkowie Rady. Sugerowałoby to, że **RPP zaniepokojona przereagowaniem rynku po podwyżce czerwcowej próbuje nieco ochłodzić nastroje.**

Sądźmy jednak, że aby uzyskać pełny obraz sytuacji warto jeszcze poczekać na komentarze tych członków Rady, których głosy przesądziły o podwyżkach stóp.

Podtrzymujemy też nasz scenariusz zakładający łączne podwyżki o 100 bps w ciągu 12 miesięcy.

## Lepsze od oczekiwań wyniki produkcji samochodów

Po danych Samaru korygujemy prognozę wzrostu produkcji przemysłowej w czerwcu do 8,3%

Jak podała firma Samar monitorująca rynek samochodów, produkcja samochodów osobowych w czerwcu wyniosła ponad 53,5 tys. pojazdów, co oznacza spadek w stosunku do analogicznego miesiąca zeszłego roku o 1,1%. Spadek ten jest mniejszy niż w poprzednim miesiącu (-8,5% r/r) i mniejszy od naszych oczekiwań. Z tego **względnie podnosimy prognozę wzrostu produkcji przemysłowej w czerwcu z 7,3% do 8,3%**. Warto zwrócić uwagę, że w czerwcu tego roku mamy jeden dzień roboczy mniej niż w czerwcu 2006, wzrost produkcji wygładzonej sezonowo będzie nieco wyższy i wyniesie naszym zdaniem ok. 10%, czyli nieco więcej niż w maju (8,3%).

## Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,7735	2,7464

EUR/USD 1,3755 EUR/JPY 168,25 EUR/PLN 3,7570 USD/PLN 2,7315 (-24,15% wzg. koszyka).

Publikacja raportów S&P oraz Moody's (dot. ryzyka obniżki ratingu dla obligacji opartych na kredytach hipotecznych „sub-prime” w USA) przyczyniła się do pogorszenia nastrojów wobec dolara; wyprzedaż USD podczas sesji nowojorskiej oraz azjatyckiej uruchomiła zlecenia stop-loss (EUR/USD 1,3784). Początek sesji europejskiej przyniósł uspokojenie nastrojów oraz umiarkowaną korektę EUR/USD – do poziomu 1,3733. Poziom wsparcia 1,3730 pozostał jednak niezagrożony, a dolar w trakcie sesji stopniowo tracił na wartości, szczególnie wobec funta (GBP/USD zwyżkował w drugiej połowie dnia do rekordowego poziomu 2,0363). Nowe maksimum EUR/USD (1,3784) wyznaczone podczas sesji azjatyckiej powstrzymało jednak dalsze umocnienie wspólnej waluty, również wcześniejsza aprecjacja jena okazała się ograniczona (USD/JPY po zaliczeniu poziomu 121,02 w godzinach porannych zwyżkował w trakcie sesji europejskiej do poziomu 122,02). Awersja do ryzyka (wobec znacznych wahań kursu jena, oraz pozostałych walut G7) przyczyniła się do redukcji długich pozycji „carry” oraz umiarkowanego osłabienia forinta oraz złotego. Kurs EUR/PLN zwyżkował w trakcie sesji do poziomu 3,7815 (EUR/HUF odp. 247,30) jednakże przy zrównoważonym rynku przełamanie oporu 3,7815/50 nie było możliwe.. W drugiej połowie dnia, pomimo trwającego „szumu politycznego” zlecenia eksporterów zdecydowały o stopniowym umocnieniu złotego (3,7720/40), natomiast pod koniec dnia zlecenia inwestorów zagranicznych (NY) spowodowały dalszy spadek kursu EUR/PLN (3,7670).

Prawdopodobna wydaje się konsolidacja EUR/USD w paśmie 1,3740-60 przed ponowną próbą przełamania poziomu oporu 1,3785 (celem jest 1,3825/35). BoJ pozostawił stopy bez zmian (głosy 8:1); gołębie nastawienie centralnego banku Japonii (ocena gosp. również bez zmian) przyczyniło się do ograniczenia apetytu na jena. Wczorajsze „odbicie” USD/JPY od poziomu 121,00 oraz zamknięcie sesji ok. 122,20 wydaje się sygnalizować koniec technicznej korekty jena (analogicznie wzrost kursu EUR/JPY powyżej 168,00). Nieudana próba (trwałego) przełamania poziomów oporu 3,7750/3,7815 EUR/PLN wraz z ponownym osłabieniem jena oznaczają powrót do poprzedniego pasma wahań (3,75-3,7650), czynnikiem ryzyka pozostaje „polityka”, jakkolwiek rynek zwraca większą uwagę na globalne nastroje wzg. rynków wschodzących. W najbliższym okresie uwaga inwestorów skupi się na danych dot. inflacji (piątek).

### Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Konsolidacja w paśmie 1,3730-70 przed ponowną próbą przełamania oporu 1,3785/1,3800 (ewentualnie 1,3835); poniżej 1,3730/00 prawdopodobne zlecenia stop-loss.

wsparcie	opór
1,3730	1,3835
1,3700	1,3800
1,3660	1,3780



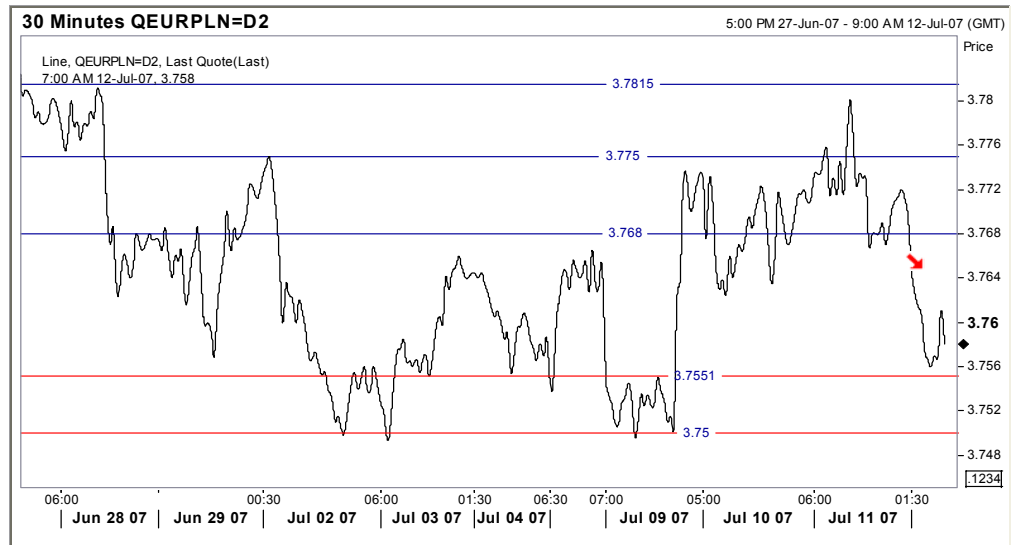
Źródło: Reuters

### Krótkoterminowe prognozy, Złoty

EURPLN		
SPOT	3,7557	3,7590
ATM	BID	ASK
1 W	6,00	7,00
1 M	5,80	6,80
2 M	5,50	6,50
3 M	5,50	6,50
6 M	5,65	6,35
1 Y	5,65	6,35
DELTA = 25		
	1 M	1 Y
RR	0,80	1,15
Fly	0,30	0,38

Korekta EUR/PLN okazała się krótkotrwała, przełamanie wsparcia 3,7650/40 oznacza powrót do pasma wahań 3,7650-3,7500; (ewentualne) ograniczenie ryzyka politycznego umożliwiła ponowny test wsparcia 3,7500 w przyszłym tygodniu.

wsparcie	opór
3,7550	3,7815
3,7500	3,7750
3,7350	3,7680



Źródło: Reuters

USDPLN		
SPOT	2,7264	2,7287
ATM	BID	ASK
1 W	6,85	7,85
1 M	6,80	7,80
2 M	6,80	7,80
3 M	6,80	7,80
6 M	6,95	7,65
1 Y	6,90	7,60
DELTA = 25		
	1 M	1 Y
RR	1,25	1,20
Fly	0,30	0,40

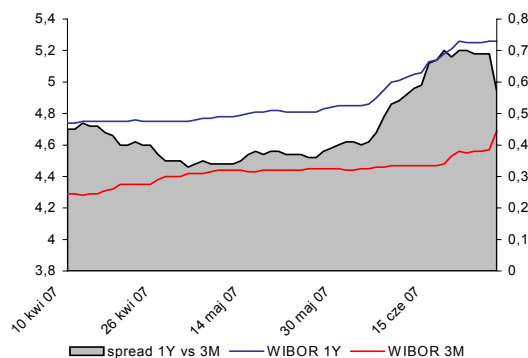
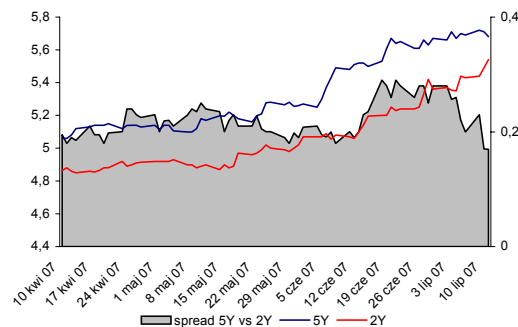
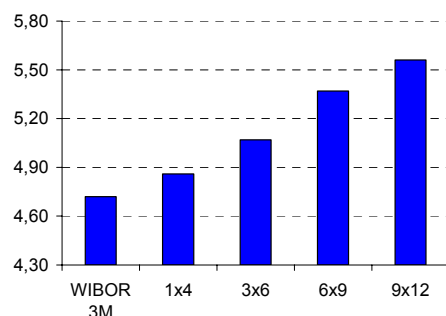
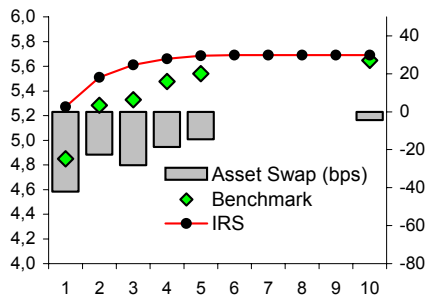
## Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	5,24	5,34
2Y	5,46	5,58
3Y	5,56	5,68
4Y	5,61	5,73
5Y	5,64	5,75
6Y	5,64	5,76
7Y	5,64	5,76
8Y	5,64	5,76
9Y	5,64	5,76
10Y	5,64	5,76

depo	BID	ASK
ON	4,51	4,66
1M	4,52	4,72
3M	4,52	4,72

FRA	BID	ASK
1x2	4,68	4,75
1x4	4,81	4,86
3x6	5,02	5,07
6x9	5,32	5,37
9x12	5,51	5,56



### Najważniejsze wydarzenia i publikacje danych makroekonomicznych czwartek, 12 lipca 2007

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSSENSUS	POPZEDNIO
EMU	11:00	PKB r/r	1 kw.	-	3,0%	3,3%
EMU	11:00	Produkcja przemysłowa r/r	Maj	-	2,3%	2,8%
USA	14:30	Bilans handlowy	Maj	-	-60 mld	-58,5 mld
USA	14:30	Liczba nowych bezrobotnych	-	-	315 tys.	318 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 I MOGĄ BYĆ ZMIENIONE PRZEZ AUTORÓW BEZ UPZEDNIEGO POWIADOMIENIA. INFORMACJE, NA KTÓRE POWOŁUJĄ SIĘ W NINIEJSZYM OPRACOWANIU AUTORZY NIEKONIECZNIE POZOSTAJĄ W ZGODZIE Z OPINIAMI BRE BANKU. KWOTOWANIA WSKAZANE W OPRACOWANIU SĄ ŚREDNIMI POZIOMAMI ZAMKNIĘCIA RYNKU MIĘDZYBANKOWEGO Z DNIA POPZEDNIEGO I MAJĄ CHARAKTER WYŁĄCZNIE INFORMACYJNY. NIE SĄ ZATEM PORADĄ, REKOMENDACJĄ, OFERTĄ DOTYCZĄCĄ KUPNA LUB SPRZEDAŻY INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH I NIE NALEŻY ICH TAK TRAKTOWAĆ. PROGNOZY WSKAZANE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE NIE GWARANTUJĄ OSIĄGNIĘCIA ZYSKÓW PRZEZ INWESTORA DZIAŁAJĄCEGO NA ICH PODSTAWIE. AUTORZY OŚWIADCZAJĄ, ŻE INWESTOR NIE POWINIEN DZIAŁAĆ WYŁĄCZNIE NA PODSTAWIE NINIEJSZEGO OPRACOWANIA, BEZ ZASIĘGNIĘCIA NIEZALEŻNEJ PROFESJONALNEJ PORADY INWESTYCYJNEJ. JAKĄKOLWIEK ODPOWIEDZIALNOŚĆ BRE BANKU SA, JEGO ZARZĄDU, PRACOWNIKÓW, WSPÓŁPRACOWNIKÓW, KOOPERANTÓW, AGENTÓW Z TYTUŁU PODJĘCIA PRZEZ JAKĄKOLWIEK OSOBĘ DZIAŁAŃ LUB ZANIECHAŃ W ZWIĄZKU Z NINIEJSZYM OPRACOWANIEM JEST WYŁĄCZONA. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPZEDNIAJĄCĄ PISEMNIĄ ZGODĄ AUTORÓW.