



BRE BANK SA

NAJLEPSZA INSTYTUCJA FINANSOWA  
DLA WYMAGAJĄCYCH KLIENTÓW



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**

**środa, 18 lipca 2007**

## Makroekonomia

### Członkowie RPP o stopach i inflacji

*Odnosimy wrażenie, że RPP jest usatysfakcjonowana dotychczasową skalą wyprzedzających podwyżek i ocenia, że miały one istotny wpływ na stabilizację cen.*

*Prawdopodobieństwo kolejnej podwyżki w lipcu maleje.*

Wczorajszy dzień obfitował w wywiady z członkami RPP. Odnosimy wrażenie, że **zdecydowana większość Rady ocenia dotychczasowe zacieśnienie polityki jako słuszne a presję ze strony wzrostu płac jako największe ryzyko dla stabilności cen.** Można pokusić się również o stwierdzenie, że istnieje gotowość do dalszego zacieśnienia polityki monetarnej, jednak tu pojawiają się istotne rozbieżności jakimi warunkami kolejne podwyżki miałyby być obwarowane.

**Zdaniem S. Owsiaka kolejne podwyżki powinny nastąpić, jeżeli poziom inflacji przekroczy 3%, a wzrost płac będzie dwucyfrowy.**

Prof. Filar, z kolei, uzależnia kolejne podwyżki od odbioru kompletnych danych makro za drugi kwartał, wyliczając wzrost PKB (publikacja 30 sierpnia) i płac w całej gospodarce. Jego zdaniem stopa wzrostu PKB przekraczająca 6% wymagałaby reakcji ze strony Rady. Filar zwraca również uwagę na kształtowanie się oczekiwań inflacyjnych, które naszym zdaniem mogą być niedostatecznie silnie zakotwiczone na komfortowym dla RPP poziomie. W jego ocenie inflacja w 2007 roku będzie kształtować się na „bezpiecznym poziomie” a dotychczasowe podwyżki miały na celu stabilizację cen w roku przyszłym. Jak wnioskujemy, na chwilę obecną prof. Filar nie widzi palącej konieczności natychmiastowej kolejnej podwyżki stóp (chyba, że dane makro okażą się rozbieżne z jego oczekiwaniami) i dopuszcza nawet przesunięcie części podwyżek na 2008 rok. Stwierdzenie „Liczę się z tym, że komplet danych w lipcu może być argumentem na rzecz kontynuacji zacieśnienia polityki pieniężnej, ale podejmując decyzję w czerwcu Rada miała wybór czy zrobić to w czerwcu czy w lipcu. Zrobiła to w czerwcu w związku z tym nieco poszerzyła margines swobody decyzyjnej [...] Poza tym pełniejszy obraz będzie w sierpniu wraz z danymi kwartalnymi”. Powyższe potwierdza naszą opinię, że **podwyżka czerwcową była przyspieszona danymi makro, choć pierwotnie więcej czynników przemawiało za umiejscowieniem jej w lipcu, i RPP prawdopodobnie poczeka z kolejnym ruchem co najmniej do sierpnia.**

Wypowiedzi prof. Pietrewicza, dotychczas odbieranego jako gołębia, również wskazują, że zacieśnienie monetarne będzie kontynuowane w następnych miesiącach, choć mało prawdopodobne aby nastąpiło ono już w lipcu.

Prof. Wojtyna, podobnie jak prof. Filar podkreśla wyprzedzającą rolę dotychczasowych podwyżek (przy obecnych poziomach inflacji podwyżka 25 bps jest jego zdaniem relatywnie duża) i ciągle restrykcyjne nastawienie Rady. Jego zdaniem kolejne podwyżki są bardzo prawdopodobne, zwłaszcza w sytuacji gdy inne banki centralne podwyższają stopy. Wojtyna zwraca jednak uwagę, że relacje płacowo-cenowe są ciągle dobre i powinny ujawniać się pozytywne efekty związane z wysoką dynamiką inwestycji w przeszłości, co zmniejszać

będzie napięcia powodowane wzrostem popytu. **Jeżeli ta ocena stanu gospodarki się potwierdzi wówczas, stwierdził prof. Wojtyna, skala zacieśnienia monetarnego może być umiarkowana.**

Stwierdzenie "Chcielibyśmy, aby ukształtowała się sytuacja, w której w 2008 roku podwyżki nie byłyby konieczne, choć nie można tego wykluczyć" interpretujemy mimo wszystko jako gotowość tego członka RPP do poparcia kolejnych wyprzedzających podwyżek w tym roku.

**Nasz scenariusz bazowy to jeszcze co najmniej jedna wyprzedzająca podwyżka latem lub wczesną jesienią i kolejne jedna/dwie podwyżki jesienią w odpowiedzi na rosnący wskaźnik inflacji. Naszym zdaniem RPP będzie również zmuszona podwyższać stopy w 2008 roku.**

## Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,7535	2,7223

EUR/USD 1,3825 EUR/JPY 168,20 EUR/PLN 3,7495 USD/PLN 2,7120 (-24,5% wzg. koszyka).

*Spadek niemieckiego indeksu oczekiwań gosp. ZEW (10,4 pkt.) zaskoczył inwestorów, ale nie zaszkodził znacząco wspólnej walucie. Kurs EUR/USD zniżkował w pierwszej połowie dnia do poziomu 1,3758 jednakże poziom wsparcia 1,3760 obronił się; kolejne godziny przyniosły konsolidację w paśmie 1,3765-1,3790, dolar tracił natomiast znacząco wobec funta. Do przełamania poziomu oporu 2,04 przyczyniła się publikacja danych makro – inflacja bazowa w UK wzrosła w czerwcu do 2,0% (CPI 2,4% r/r).. w drugiej połowie dnia kurs GBP/USD wzrósł do poziomu 2,0476 (EUR/GBP 0,6730). Równocześnie notowania EUR/USD ustabilizowały się ok. poziomu 1,3785, jen tracił na wartości wobec euro oraz dolara wobec trwającego popytu na waluty „carry” – kurs EUR/JPY zwyżkował w trakcie sesji do poziomu 168,64. Dane makro z USA nie zmieniły znacząco sytuacji na rynku (indeks bazowy PPI wzrósł o 0,3% m/m.. produkcja przemysłowa w USA wzrosła o 0,5% m/m.. a napływ kapitału netto wyniósł 105,9 mld USD), zrównoważone przez jastrzębie w tonie wypowiedzi Garganasa (ECB). Waluty regionu CE pozostawały w dotychczasowym paśmie wahań, stosunkowo jastrzębie komentarze Sławińskiego (RPP) nie zmieniły zasadniczo oczekiwań inwestorów odnośnie podwyżki stóp w Polsce, umocnienie złotego w trakcie sesji okazało się ograniczone (3,7460 EUR/PLN).*

Komentarze Hoenig’a (Fed) wpisały się w obawy inwestorów wzg. rynku nieruchomości w USA; polowanie na stoplosy podczas sesji azjatyckiej okazało się udane – po przełamaniu oporu 1,3800 kurs EUR/USD zwyżkował do poziomu 1,3833. Równocześnie nowe maksimum osiągnął funt (2,0548). Przed wystąpieniem Bernanke oraz publikacją danych dot. inflacji prawdopodobna wydaje się realizacja zysków na długich pozycjach w euro (poziomy wsparcia: 1,3790/1,3760) natomiast przełamanie 1,3835 otwiera drogę na 1,3850/80.. Awersja do ryzyka przed wystąpieniem Bernanke również może zadecydować o korekcie w regionie CE4, dotychczasowa konsolidacja EUR/PLN powyżej poziomu wsparcia 3,7425/50 zachęca do realizacji zysków; ewentualna korekta powinna jednak być ograniczona, poziomy oporu 3,7850/3,7950 nie powinny być zagrożone. W średnim terminie celem pozostają poziomy 3,7200/3,7000 EUR/PLN.

## Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Po powstrzymaniu wyprzedaży USD ok. poziomu oporu 1,3835 prawdopodobna korekta oraz test poziomów

wsparcie	opór
1,3790/00	1,3880

wsparcia (1,3815/1,3790.. ewentualnie 1,3760).

<b>1,3760</b>	<b>1,3850</b>
<b>1,3730</b>	<b>1,3835</b>



Źródło: Reuters

### Krótkoterminowe prognozy, Złoty

EURPLN	
SPOT	3,7510 3,7534
ATM BID ASK	
1 W	5,75 6,75
1 M	5,70 6,70
2 M	5,70 6,70
3 M	5,60 6,60
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

Ponowne „odbicie” od poziomu wsparcia 3,7425/50 sugeruje korektę – test poziomów oporu 3,7650/3,7750.

wsparcie	opór
<b>3,7425</b>	<b>3,7850</b>
<b>3,7350</b>	<b>3,7750</b>
<b>3,7200</b>	<b>3,7650</b>

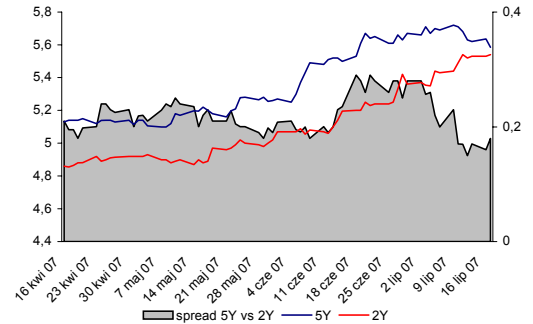
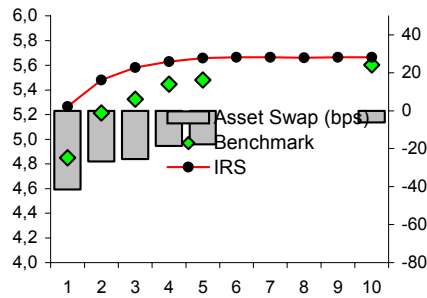
USDPLN	
SPOT	2,7152 2,7175
ATM BID ASK	
1 W	6,80 7,80
1 M	6,80 7,80
2 M	6,90 7,90
3 M	6,95 7,95
6 M	7,15 7,85
1 Y	7,15 7,85
DELTA = 25	
1 M	1 Y
RR	1,25 1,20
Fly	0,30 0,40



Źródło: Reuters

## Rynek stopy procentowej, Złoty

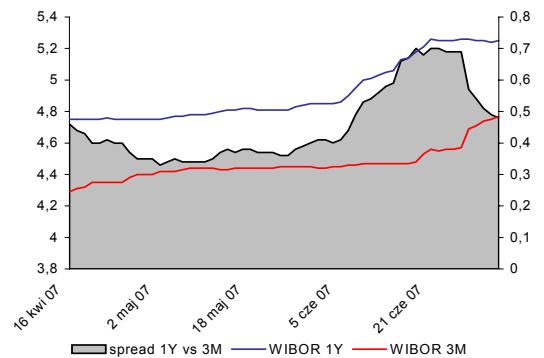
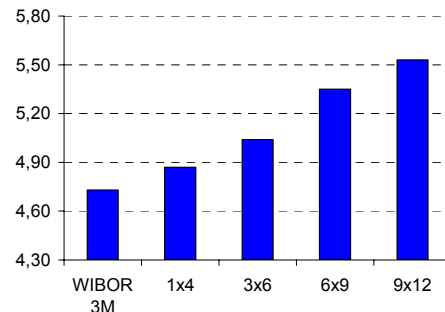
IRS	BID	ASK
1Y	5,20	5,27
2Y	5,41	5,51
3Y	5,49	5,59
4Y	5,53	5,63
5Y	5,56	5,67
6Y	5,57	5,67
7Y	5,56	5,66
8Y	5,55	5,67
9Y	5,56	5,66
10Y	5,56	5,66



depo	BID	ASK
ON	4,42	4,62
1M	4,50	4,70
3M	4,53	4,73

FRA	BID	ASK
1x2	4,74	4,79
1x4	4,82	4,87
3x6	5,00	5,04
6x9	5,31	5,35
9x12	5,47	5,53



### Najważniejsze wydarzenia i publikacje danych makroekonomicznych środa, 18 lipca 2007

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSSENSUS	POPZEDNIO
USA	14:30	Rozpoczęcie nowych budów	czerwiec	-	1,43M	1,47M
USA	14:30	CPI m/m	czerwiec	-	0,1%	0,7%
USA	16:00	Przemówienie prezesa FED B. Bernanke	-	-	-	-

### 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 ŻATEM 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. JAKAKOLWIEK ODPOWIEDZIALNOŚĆ BRE BANKU SA, JEGO ZARZĄDU, PRACOWNIKÓW, WSPÓŁPRACOWNIKÓW, KOOPERANTÓW, AGENTÓW Z TYTUŁU PODJĘCIA PRZEZ JAKAKOLWIEK OSOBĘ DZIAŁAŃ LUB ZANIECHAŃ W ZWIĄZKU Z NINIEJSZYM OPRACOWANIEM JEST WYŁĄCZONA. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPZEDNIAJĄ PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.