



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, 26 lipca 2007

## Makroekonomia

### Rada utrzymała stopy na niezmiennym poziomie, komunikat mniej jastrzębi niż oczekiwano

*Rada podkreśla, że działa w stanie dużej niepewności i że decyzje będą w dużej mierze zależeć od nadchodzących danych.*

Pomimo iż ostatnie dane makroekonomiczne mogły wskazywać na piętrzenie się zagrożeń dla scenariusza bezinflacyjnego wzrostu, a co za tym idzie zwiększały szansę szybkich podwyżek stóp, RPP na lipcowym posiedzeniu utrzymała stopy na niezmiennym poziomie 4,5%. Tym samym potwierdziły się sygnały o mechanizmie poprzedniej podwyżki (RPP przełożyła podwyżkę z lipca na czerwiec i czeka na kwartalne dane makro).

**Komunikat po posiedzeniu okazał się, naszym zdaniem, mniej jastrzębi niż oczekiwano, choć wskazuje na dużą niepewność co do perspektyw dla inflacji (to samo podkreśla w dzisiejszym wywiadzie Wasilewska-Trenkner).** Nie znaleźliśmy w nim wprost sformułowanej zapowiedzi rychłych podwyżek, choć Rada wskazała, że nadal ocenia ryzyko wzrostu inflacji powyżej celu jako wyższe niż prawdopodobieństwo, że inflacja będzie poniżej celu, co jest równoznaczne z utrzymaniem restrykcyjnego nastawienia. **Rada w komunikacie podkreśla również, że decyzje będą w dużej mierze zależeć od nadchodzących danych. Istotność tego punktu zwiększa fakt, że w czasie konferencji po posiedzeniu został on powtórzony przez prof. Filara.**

Już tradycyjnie znalazło się w komunikacie stwierdzenie o pogarszającej się relacji między wydajnością pracy i płacami wzroście PKB powyżej potencjału i w konsekwencji możliwym wzroście presji inflacyjnej, jak również stwierdzenie równoważące powyższe o antyinflacyjnym wpływie globalizacji. **Wydźwięk komunikatu naszym zdaniem łągodzi podkreślenie istotności dla osiągnięcia celu inflacyjnego przeprowadzonych do tej pory dwóch podwyżek stóp. Ten fragment można interpretować, że RPP nie wyklucza możliwości dłuższej przerwy w zapoczątkowanym cyklu podwyżek.**

Komunikat RPP pozostaje w zasadzie spójny z przytoczonymi wczoraj wynikami projekcji inflacyjnej NBP. Środek przedziału prognoz inflacji na koniec 2007 przesunął się z 1,95% do 2,8%, na koniec 2008 z 2,7% do 3,1% i na koniec 2009 z 3,35 do 3,3%, za każdym razem znajdując się w dopuszczalnym przedziale wokół celu inflacyjnego.

*Kolejnej podwyżki oczekujemy w sierpniu lub we wrześniu.*

**Nasze średniookresowe prognozy inflacji pozwalają na znacznie mniejszy optymizm. Szacujemy, że inflacja wzrośnie do powyżej 3% na koniec 2007 roku. Ponadto oczekujemy, że publikowane w najbliższym czasie dane miesięczne (przede wszystkim płace i wyniki sprzedaży detalicznej) wyraźnie wskazywać będą na wzrost zagrożenia wyższą inflacją w 2008 i 2009 roku.** Wczorajszy komunikat (utrzymujący de facto restrykcyjne nastawienie w polityce monetarnej) nie wyklucza reakcji na nadchodzące dane i możliwości kolejnych wyprzedzających podwyżek. Oczekujemy kolejnej podwyżki w sierpniu lub wrześniu. W tym przekonaniu utwierdza nas również dzisiejszy wywiad z H. Wasilewską-Trenkner. Wskazuje ona, że Rada musi podejmować decyzje w stanie niepewności i zaczeka na dane: "Dane te to przede wszystkim

informacje o wynagrodzeniach i zatrudnieniu w całej gospodarce oraz o poziomie inwestycji. Szkoda, że dane o PKB w drugim kwartale będą dostępne dopiero po posiedzeniu RPP, ale nie oznacza to, że pewnych wniosków nie będzie można wyciągnąć po publikacji danych cząstkowych". Do połowy przeszłego roku stopy wzrosną, naszym zdaniem, do poziomu 5,5%.

Dziś o 10.00 opublikowany zostanie raport o inflacji, w którym znajdują się dalsze szczegóły dotyczące projekcji inflacyjnej NBP.

## Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,7858	2,7546

EUR/USD 1,3710 EUR/JPY 165,15 EUR/PLN 3,7940 USD/PLN 2,7675 (-23,3% wzg. koszyka).

*Środowa sesja przyniosła odreagowanie wcześniejszej wyprzedaży dolara; po drugiej – nieudanej – próbie przełamania poziomu oporu 1,3850 EUR/USD inwestorzy przystąpili do realizacji zysków na krótkich pozycjach w dolarze, zlecenia sprzedaży EUR/JPY również przyczyniły się do spadku wspólnej waluty. Jen umacniał się znacząco już podczas sesji azjatyckiej w ślad za realizacją zysków na pozycjach „carry”, kurs EUR/JPY niżkował do poziomu 165,37 (podczas sesji europejskiej kontynuacja trendu pozwoliła jenowi umocnić się do poziomu 164,90). Przełamanie wsparcia 1,3780 EUR/USD uruchomiło zlecenia stop-loss, pomimo zleceń kupna ok. 1,3750 ze strony azjatyckich banków centralnych kurs euro niżkował pod koniec dnia do poziomu 1,3709.. Dolarowi nie zaszkodziła publikacja danych dot. sprzedaży domów na rynku wtórnym USA (5,75 mln wobec oczekiwanych 5,87 mln). Równocześnie dolar zyskał wobec funta (2,0505) oraz jena (120,64), do poprawy nastrojów wzg. USD przyczyniły się pozytywne dla amerykańskiej gospodarki komentarze Plosser’a oraz Poole’a (Fed). Awersja do ryzyka przyczyniła się do pogłębienia korekty na relacji EUR/PLN (sentymen ucierpiał już na zamknięcie poprzedniej sesji); trwałe przełamanie oporu 3,7750/3,78 EUR/PLN zachęciło inwestorów do dalszej likwidacji długich pozycji w PLN. W oczekiwaniu na decyzję oraz komunikat RPP kurs EUR/PLN wyżkował do poziomu 3,7920 (USD/PLN odp. 2,76), do osłabienia złotego przyczyniała się rosnąca niepewność inwestorów wzg. sytuacji politycznej (perspektywa przedterminowych wyborów). Zlecenia eksporterów pozwoliły złotemu odrobić część strat w trakcie sesji (3,7830/80) jednakże niezbyt jasny komunikat RPP (mniej jastrzębi niż to było oczekiwane) nie dostarczył pretekstu do odwrócenia trendu – pod koniec dnia złoty ponownie tracił na wartości (3,7955/85 EUR/PLN).*

Sesja azjatycka upłynęła spokojnie, EUR/USD pozostawał w wąskim paśmie wahań 1,3705-25; do końca tygodnia prawdopodobne wydaje się dalsze umocnienie dolara oraz jena, Przełamanie wsparcia 1,3700 może uruchomić kolejne zlecenia stop-loss, otwiera drogę na 1,3650 (kluczowy poziom wsparcia EUR/USD w krótkim terminie). Pogłębienie korekty w regionie CE4 oznacza test poziomów oporu 3,7950/3,8050 EUR/PLN, jeśli nie nastąpi znaczne pogorszenie sentymentu wobec rynków wschodzących osłabienie złotego powinno być krótkotrwałe.

### Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Po okresie konsolidacji prawdopodobny test poziomu wsparcia 1,3700; przełamanie otwiera drogę na 1,3680/50. Korekta powinna być ograniczona do 1,3770...

wsparcie	opór
1,3700	1,3790
1,3680	1,3770
1,3650	1,3735



Źródło: Reuters

### Krótkoterminowe prognozy, Złoty

EURPLN		
SPOT	3,7909	3,7939
ATM	BID	ASK
1 W	5,60	6,60
1 M	5,60	6,60
2 M	5,60	6,60
3 M	5,50	6,50
6 M	5,55	6,25
1 Y	5,45	6,15
DELTA = 25		
	1 M	1 Y
RR	#N/D!	#N/D!
Fly	#N/D!	#N/D!

Prawdopodobny test oporu 3,7950/80 (ewentualnie 3,8050).

wsparcie	opór
3,7850	3,8100
3,7770	3,8050
3,7700	3,7950/80

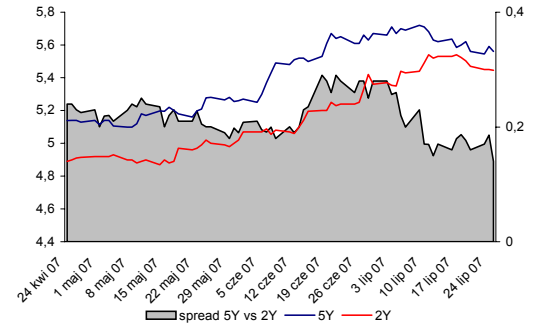
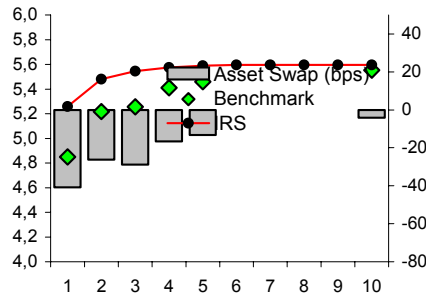


Źródło: Reuters

USDPLN		
SPOT	2,7652	2,7675
ATM	BID	ASK
1 W	7,00	8,00
1 M	7,10	8,10
2 M	7,10	8,10
3 M	7,10	8,10
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

## Rynek stopy procentowej, Złoty

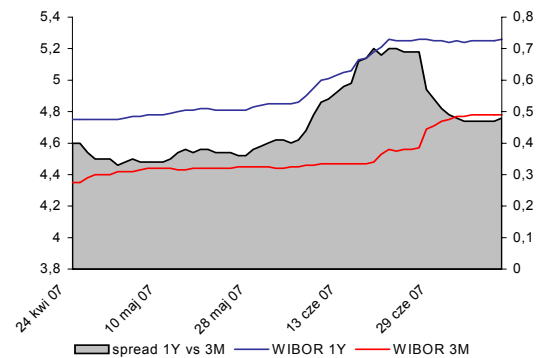
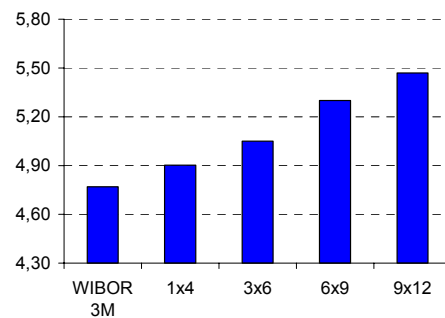
IRS	BID	ASK
1Y	5,21	5,31
2Y	5,43	5,53
3Y	5,50	5,60
4Y	5,53	5,63
5Y	5,54	5,64
6Y	5,55	5,65
7Y	5,55	5,65
8Y	5,55	5,65
9Y	5,55	5,65
10Y	5,55	5,65



depo	BID	ASK
ON	4,45	4,62
1M	4,50	4,65
3M	4,57	4,77

FRA	BID	ASK
1x2	4,77	4,82
1x4	4,85	4,90
3x6	5,00	5,05
6x9	5,25	5,30
9x12	5,42	5,47



### Najważniejsze wydarzenia i publikacje danych makroekonomicznych czwartek, 26 lipca 2007

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSSENSUS	POPZEDNIO
Polska	10:00	Raport o inflacji	lipiec	-	-	-
Niemcy	10:00	Ifo	lipiec	-	106,5	107,0
USA	14:30	Bezrobocie tygodniowe	-	-	310 tys.	301 tys.
USA	16:00	Sprzedaż nowych domów	czerwiec	-	0,895 mln	0,915 mln

### 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 SĄ, 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.