



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

piątek, 27 lipca 2007

## Makroekonomia

### Gołębi komunikat i jastrzębie wypowiedzi członków RPP

*Wygląda na to, że w opinii części Rady komunikat nie dał dostatecznie jastrzębiego sygnału*

Wygląda na to, że w opinii części Rady komunikat nie dał dostatecznie jastrzębiego sygnału uczestnikom rynku (pierwszą reakcją było wycenianie zmniejszonego prawdopodobieństwa podwyżki w sierpniu). Stąd wczoraj i dziś pojawiły się jastrzębie wypowiedzi. **Prof. Filar powiedział wprost, że komunikat po środowym posiedzeniu jasno wskazuje, że będą podwyżki stóp.** Przyznał on jednak, że skala zacieśnienia nie jest jeszcze zdeterminowana. Prof. Czekał, przez uczestników rynku postrzegany jako kluczowy członek przy obecnym podziale głosów w RPP, stwierdził dziś, że podwyżka stóp jest prawdopodobna w sierpniu, jeśli dane za lipiec potwierdzą dotychczasowe tendencje (nasze prognozy wskazują, że tak właśnie będzie). **Czekał powtórzył również, że okresowe obniżenie wskaźnika inflacji latem również nie wyklucza podwyżek stóp.** Jest on również kolejnym członkiem, który oczekuje, że Rada podnosząc stopy w 2007 roku nie będzie musiała podwyższać stóp w roku przyszłym. Naszym zdaniem stwierdzenie to, i mu podobne, wskazują, że Rada ocenia ścieżkę inflacji przedstawioną w projekcji NBP jako wiarygodną a dotychczasową politykę wyprzedzających podwyżek jako niezwykle skuteczną.

**Naszym zdaniem niepewność co do przyszłej inflacji jest ciągle bardzo duża (wskazuje na to również projekcja NBP, patrz niżej) i procesy zachodzące na rynku pracy zwiększają ryzyko wzrostu inflacji. Naszym zdaniem inflacja wzrośnie pow. 3% na koniec roku i przekroczy górny przedział celu w roku przyszłym, co implikować będzie kontynuację zacieśnienia monetarnego w roku 2008.**

### NBP opublikował nową projekcję inflacyjną

W wielkim skrócie, centralna ścieżka projekcji uległa podniesieniu w krótkim okresie; na koniec tego roku NBP prognozuje wzrost inflacji do 2,8% z 1,95 prognozowanych w kwietniu. Wzrost ten eksperci NBP uzasadniają przede wszystkim wyższymi cenami paliw i żywności. W perspektywie dwóch lat środek projekcji nie przekracza jednak górnego przedziału celu inflacyjnego (na koniec 2009 NBP prognozuje wzrost inflacji do 3,3%, w kwietniu prognoza wynosiła 3,35%). Prognozy płac nominalnych (7% r/r w 2007, 7,5% w 2008 i 6,5% w 2009, uwzględnienie wpływu redukcji klina podatkowego na dochód do dyspozycji), jak również większości wielkości realnych wydają się być zbliżone do konsensusu prognoz analityków. Ekspert NBP zwracają po raz kolejny uwagę, że obok czynników ryzyka o charakterze podażowym, na niepewność co do kształtowania się inflacji w przyszłości wpływa niepewność co do przełożenia się wzrostu płac na ceny producentów i w dalszej kolejności na ceny konsumenta. Związek ten, naszym zdaniem, nie może być wyestymowany na podstawie danych historycznych, gdyż od początku lat 90tych albo rozwojowi polskiej gospodarki towarzyszyły wysokie oczekiwania inflacyjne albo rynek pracy był mocno

niezrównoważony. Wykorzystanie w takiej sytuacji model typu *reduced form*, bez zdefiniowanych stanów długookresowej równowagi, a takim jest ECMOD, może nastęrczać pewne trudności (zainteresowanych odsyłamy oczywiście do literatury traktującej o wszelkiego rodzaju modelach z *microfoundation*).

## Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,8057	2,7752

EUR/USD 1,3745 EUR/JPY 163,35 EUR/PLN 3,82 USD/PLN 2,7790 (-22,9% wzg. koszyka).

*Awersja do ryzyka oraz likwidacja krótkich pozycji w USD oraz JPY nadal wyznaczały kierunek – szczególnie na rynkach wschodzących. Wyprzedaż EUR/USD została powstrzymana (podczas sesji azjatyckiej) na poziomie 1,3707; publikacja niemieckiego indeksu Ifo (106,4 pkt.) nie wpłynęła znacząco na notowania euro. Wyprzedaż na europejskich giełdach (ok. 1% spadek) dostarczyła pretekstu do pozbywania się euro w drugiej połowie dnia. Kurs EUR/USD zniżkował do poziomu 1,3693 jednakże przełamanie wsparcia 1,3700 okazało się krótkotrwałe, w godzinach popołudniowych kurs EUR/USD ustabilizował się w paśmie 1,3700-35. Kolejne znaczące umocnienie zanotował natomiast jen, przełamanie poziomów wsparcia 119,80/50 USD/JPY uruchomiło zlecenia stop-loss, w efekcie kurs dolara zniżkował do poziomu 119,13 (EUR/JPY odp. do poziomu 163,38). Szeroka korekta dotknęła rynki wschodzące – turecka giełda zniżkowała 5%, inwestorzy przystąpili również do wyprzedaży (faworyzowanych wcześniej) walut Am. Łacińskiej. Złoty tracił stopniowo na wartości w trakcie sesji, przełamanie poziomów oporu 3,8000/3,8050/3,8100 EUR/PLN uruchomiło zlecenia stop-loss, w efekcie kurs euro zwyżkował do poziomu 3,8225 (USD/PLN odp. 2,7860). Realizacja zysków pod koniec dnia pozwoliła złotemu odrobić część strat (3,8060/80 EUR/PLN).*

Sesje nowojorska oraz azjatycka przyniosły dalsze, zdecydowane umocnienie jena (EUR/JPY zniżkował do poziomu 162,40.. USD/JPY odp. do poziomu 118,18) wraz z likwidacją długich pozycji na walutach „carry” (GBP, AUD, NZD). Po okresie konsolidacji EUR/USD (1,3720-50) prawdopodobny wydaje się ponowny test wsparcia 1,3700/1,3680 (kluczowym wsparciem pozostaje 1,3650). Wyraźne pogorszenie nastrojów na rynkach bazowych (wyprzedaże na głównych giełdach) sugeruje pogłębienie obecnej korekty – oraz dalsze osłabienie walut regionu CE4 (zwłaszcza forinta oraz złotego). Trwałe przełamanie oporu 3,8150/3,8200 EUR/PLN otwiera drogę na 3,8350/3,8450 (silnym poziomem oporu w średnim terminie jest 3,85/3,86 EUR/PLN).

### Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Odreagowanie wyprzedaży euro zostało powstrzymane na poziomie oporu 1,3770; po okresie konsolidacji prawdopodobny jest ponowny test wsparcia 1,3700/1,3680 (celem jest 1,3650/30).

wsparcie	opór
1,3700	1,3790
1,3680	1,3770
1,3650/30	1,3750



Źródło: Reuters

### Krótkoterminowe prognozy, Złoty

EURPLN		
SPOT	3,8248	3,8300
ATM		
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	0,80	1,15
Fly	0,30	0,38

Kontynuacja trendu oznacza test poziomów oporu 3,8250/3,8350 (potencjalnym celem jest 3,8450/00).

wsparcie	opór
3,8140	3,8450/00
3,8050	3,8355
3,7980	3,8250

USDPLN		
SPOT	2,7872	2,7895
ATM		
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



Źródło: Reuters

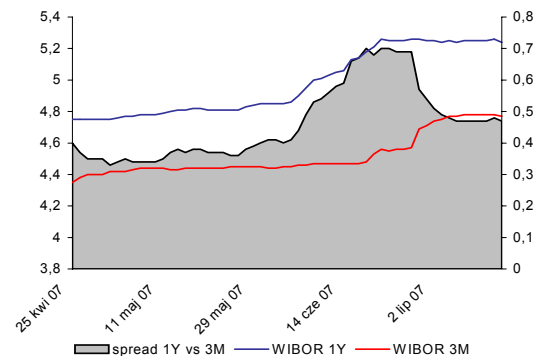
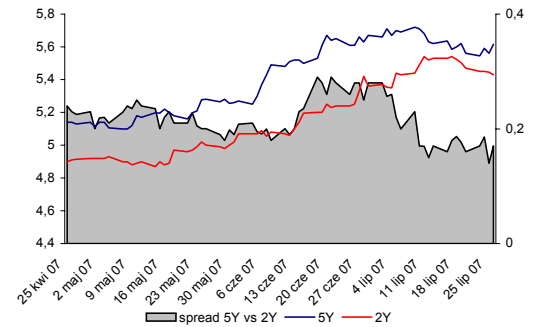
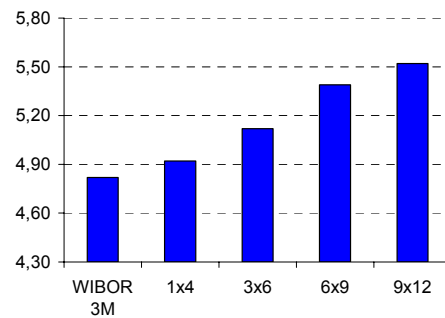
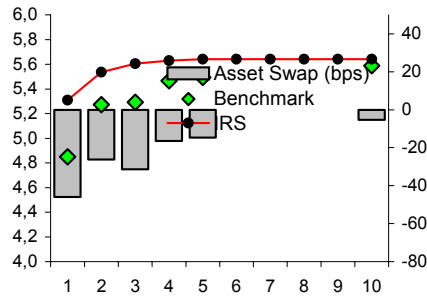
## Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	5,28	5,37
2Y	5,50	5,60
3Y	5,57	5,67
4Y	5,60	5,70
5Y	5,61	5,71
6Y	5,61	5,71
7Y	5,61	5,71
8Y	5,61	5,71
9Y	5,61	5,71
10Y	5,61	5,71

depo	BID	ASK
ON	4,45	4,65
1M	4,57	4,67
3M	4,72	4,82

FRA	BID	ASK
1x2	4,79	4,84
1x4	4,87	4,92
3x6	5,07	5,12
6x9	5,34	5,39
9x12	5,47	5,52



### Najważniejsze wydarzenia i publikacje danych makroekonomicznych piątek, 27 lipca 2007

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
USA	14:30	Wstępne szacunki PKB y/y	2 kw. 2007	-	2,0%	1,9%

### 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 ZGODĄ AUTORÓW.