



JACEK KOTŁOWSKI TEL. 829 0183

ERNEST PYTLARCYK TEL. 829 0166

WOJCIECH TRZEPIZUR TEL. 829 0188

E-MAIL: [research@brebank.com.pl](mailto:research@brebank.com.pl)

STRON: 4

**Daily Letter****piątek, 3 sierpnia 2007**

## Makroekonomia

### Polityka monetarna zbyt restrykcyjna zdaniem S. Nieckarza

*Nieckarz, że pomimo wysokiego tempa wzrostu gospodarczego, zagrożenie wzrostem inflacji nie jest duże.*

Według członka RPP dr Stanisława Nieckarza ostatni kwartał był ósmym z kolei, kiedy średnia stopa inflacji ukształtowała się poniżej środka celu, tj. 2,5%. Uważa on, że skoro dotychczas inflacja przez dłuższy czas kształtowała się istotnie poniżej celu, to polityka pieniężna była nadmiernie restrykcyjna, a stopy procentowe mogły być niższe o co najmniej 100 bps.

Jego zdaniem, RPP powinna traktować cel inflacyjny symetrycznie i skoro przez dłuższy czas pozwalała, by inflacja znajdowała się w przedziale 1,5-2,5%, to teraz nie powinna interweniować, jeżeli będzie ona kształtowała się w przedziale 2,5-3,5%. **Sądzi on też, że pomimo wysokiego tempa wzrostu gospodarczego, zagrożenie wzrostem inflacji nie jest duże.** Na inflację wpływ mają bowiem również ceny w Unii, kurs walutowy i proces globalizacji, a większy wzrost popytu może po prostu przełożyć się na wzrost importu. Jest to już kolejny wywiad dr Nieckarza, w którym pokazuje on, że jego funkcja reakcji różni się znacznie od funkcji reakcji większości członków Rady. Nieckarz zdecydowanie większą wagę przykładają do tempa wzrostu gospodarczego niż inflacji i jest skłonny zaakceptować trwałą wyższą poziom inflacji (w okolicach górnej granicy celu) jeżeli miałoby to przynieść wyższe tempo wzrostu gospodarczego. **Sądzimy jednak, że pogląd ten nie jest dominujący w Radzie, a RPP będzie starała się utrzymywać inflację w pobliżu celu inflacyjnego, a nie jego górnego dopuszczalnego pasma odchyień. Podtrzymujemy też pogląd, że Rada podniesie stopy o 100 bps w ciągu kolejnych 12 miesięcy.**

### ECB utrzymał stopy na niezmiennym poziomie

Mimo, iż decyzja ECB była w pełni oczekiwana przez rynki nie odbyło się bez pewnych niespodzianek. Mianowicie szef ECB zwołał konferencję prasową (zazwyczaj w sierpniu członkowie Rady Gubernatorów ECB nie spotykają się osobiście, tylko uczestniczą w telekonferencji), co może oznaczać, że nie chciał on pozostawić rynków w stanie większej niepewności co do kursu polityki monetarnej w zmieniających się warunkach na rynkach finansowych (wzrost spreadów kredytowych). W czasie konferencji użył sformułowania „wysoka ostrożność”, co zazwyczaj oznacza kolejną podwyżkę na najbliższym posiedzeniu. Powodem zacieśnienia polityki monetarnej w strefie euro mają być rosnące zagrożenia inflacyjne wynikające z silniejszego wzrostu płac, kosztów i optymistycznych prognoz wzrostu dla strefy euro. **Nie wydaje się, aby na oczekiwaną skalę zacieśnienia (naszym zdaniem 50 bps do końca roku) miały wpłynąć rosnące stopy na rynku kredytowym.** Na podstawie historycznych stwierdzeń szefa ECB wnosimy, że sytuację obecną może on odczytać jako normalizację spreadów, nie jako oznaki głębszego kryzysu dla rynku kredytów.

## Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,7970	2,7786

EUR/USD 1,3705 EUR/JPY 163,30 EUR/PLN 3,7880 USD/PLN 2,7640 (-23,4% wzg. koszyka).

Czwartkowa sesja nie przyniosła większych zmian notowań EUR/USD, uspokojenie nastrojów sprzyjało konsolidacji euro w paśmie 1,3650-80. Zgodne z oczekiwaniami okazały się decyzje BoE oraz ECB o pozostawieniu stóp proc. bez zmian, wystąpienie Trichet'a (zwrot o „wzmoczonej czujności”) potwierdziło natomiast oczekiwania rynku na podwyżkę stóp we wrześniu. Poprawa nastrojów na giełdach przyczyniła się do umiarkowanego osłabienia jena oraz aprecjacji walut rynków wschodzących (w tym regionu CE4.). Kurs EUR/JPY pozostawał przez większą część sesji w paśmie 162,00-163,00.. jednocześnie jen tracił na wartości wobec dolara (119,26). Złoty tracił nieznacznie na wartości na początku sesji, w godzinach porannych kurs EUR/PLN zwyżkował do poziomu 3,7990. W drugiej połowie dnia złoty stopniowo odrabiał straty osiągając poziom 3,7850 (2,7660 USD/PLN); poziom wsparcia 3,7850 obronił się i pod koniec dnia notowania EUR/PLN ustabilizowały się ok. 3,7880/00.

Popyt na EUR/JPY podczas sesji azjatyckiej (163,55) przyczynił się do umocnienia euro wobec dolara (1,3712). Do czasu publikacji raportu z rynku pracy USA prawdopodobna wydaje się konsolidacja w paśmie 1,3680-1,3730. Powiększanie pozycji „carry” decyduje o dalszym osłabieniu jena, prawdopodobny wydaje się test poziomów oporu 163,50/80 EUR/JPY (oraz 119,30/50 USD/JPY); taki scenariusz oznacza również dalszą aprecjację złotego – ewentualne przełamanie wsparcia 3,7850 EUR/PLN otwiera drogę na 3,7750/3,7650. Rynek bardzo uważnie będzie jednak śledził komentarze (Fed) odnośnie kryzysu na rynku kredytów hipotecznych, negatywne sygnały mogą zadecydować o ponownej wyprzedazy rynków wschodzących.

### Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Konsolidacja w paśmie 1,3680-1,3730.. do czasu publikacji figur z USA; przełamanie oporu 1,3730 otwiera drogę na 1,3750/90.

wsparcie	opór
1,3700	1,3790
1,3680	1,3750
1,3650	1,3730



Źródło: Reuters

**Krótkoterminowe prognozy, Złoty**

EURPLN		
SPOT	3,7860	3,7895
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	0,80	1,15
Fly	0,30	0,38

Trwale przełamanie wsparcia 3,7850/30 sygnalizowałoby powrót do trendu wzrostowego PLN; poniżej 3,7825/00 możliwe zlecenia stop-loss.

wsparcie	opór
3,7850	3,8140
3,7750	3,8000
3,7650	3,7960

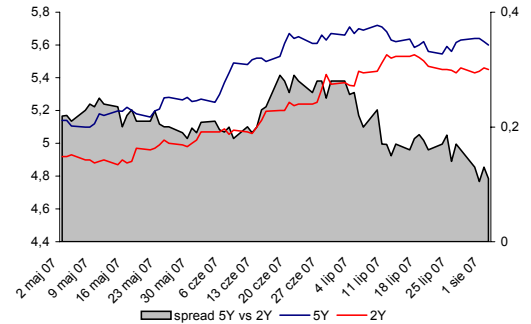
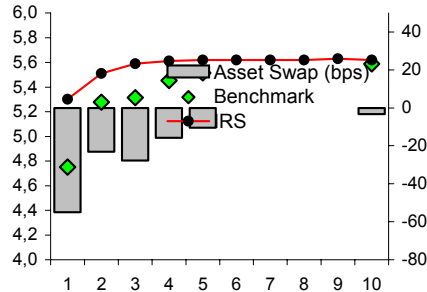
USDPLN		
SPOT	2,7621	2,7671
ATM	BID	ASK
1 W	7,00	8,00
1 M	7,10	8,10
2 M	7,10	8,10
3 M	7,10	8,10
6 M	7,15	7,85
1 Y	7,15	7,85
DELTA = 25		
	1 M	1 Y
RR	1,25	1,20
Fly	0,30	0,40



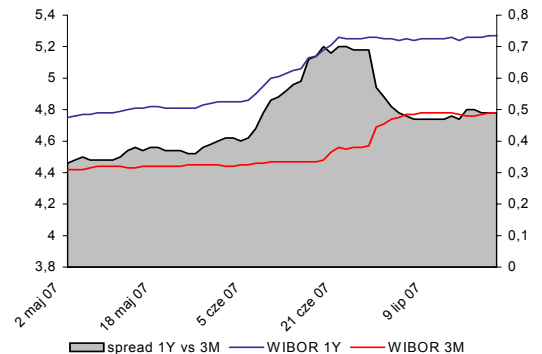
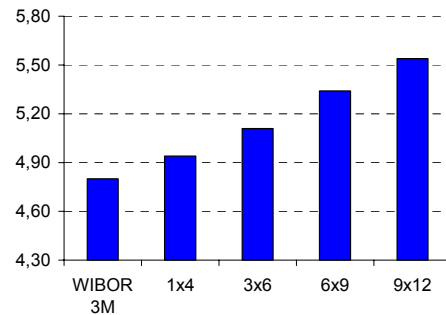
Źródło: Reuters

## Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	5,25	5,35
2Y	5,46	5,56
3Y	5,54	5,64
4Y	5,56	5,66
5Y	5,57	5,67
6Y	5,57	5,67
7Y	5,57	5,67
8Y	5,57	5,67
9Y	5,58	5,68
10Y	5,57	5,67



depo	BID	ASK
ON	4,45	4,60
1M	4,52	4,72
3M	4,60	4,80
FRA	BID	ASK
1x2	4,80	4,85
1x4	4,89	4,94
3x6	5,07	5,11
6x9	5,30	5,34
9x12	5,50	5,54



### Najważniejsze wydarzenia i publikacje danych makroekonomicznych piątek, 3 sierpnia 2007

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSSENSUS	POPZEDNIO
EMU	10:00	PMI dla usług	lipiec	-	58,1	58,3
EMU	11:00	Decyzja ECB w sprawie stóp proc.	lipiec	-	0,7% m/m	-0,5% m/m
USA	14:30	Nowe miejsca pracy	lipiec	-	130 tys.	132 tys.
USA	14:30	Stopa bezrobocia	lipiec	-	4,5%	4,5%
USA	16:00	Indeks ISM dla usług	lipiec	-	59	60,7

### UWAGA!

NINIEJSZE OPRAWOWANIE 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 OPRAWOWANIU AUTORIZY NIEKONIECZNIE POZOSTAJĄ W ZGODZIE Z OPINIAMI BRE BANKU. KWOTOWANIA WSKAZANE W OPRAWOWANIU 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. AUTORIZY OŚWIADCZAJĄ, ŻE INWESTOR NIE POWINIEN DZIAŁAĆ WYŁĄCZNIE NA PODSTAWIE NINIEJSZEGO OPRAWOWANIA, 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 OPRAWOWANIEM JEST WYŁĄCZONA. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRAWOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPZEDNIAJĄ PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.