



BRE BANK SA

NAJLEPSZA INSTYTUCJA FINANSOWA  
DLA WYMAGAJĄCYCH KLIENTÓW



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: 5

**Daily Letter**

**czwartek, 30 sierpnia 2007**

## Makroekonomia

### RPP podwyższa stopy

*RPP podniosła stopy o 25 bps motywując to wysokim wzrostem dynamiki płac*

*Według RPP pogorszenie relacji płac do wydajności jest głębsze niż wcześniej szacowano*

*RPP ocenia, że wzrost PKB będzie wyższy niż wzrost potencjalny*

*Spodziewamy się, że RPP wstrzyma się z kolejną podwyżką do października/listopada*

Zgodnie z oczekiwaniami (analityków, jak i tych wliczonych w ceny instrumentów rynku pieniężnego) RPP podniosła wczoraj bazową stopę procentową o 25 bps do poziomu 4,75%. Decyzję tą należy uznać jako kolejny wyprzedzający ruch Rady; RPP decyduje się na zacieśnienie monetarne w obawie przed wzrostem inflacji w przyszłości antycypując okresowy spadek inflacji (nawet do poniżej 2,0%) w III kw. tego roku. Wymieniając powody, dla których doszło do podwyżki właśnie w sierpniu należałoby przede wszystkim zwrócić uwagę na fakt, że Rada pomimo niepewnej sytuacji na rynkach globalnych, wygaszeniu oczekiwań na podwyżki w strefie euro, czy wręcz pojawieniu się oczekiwań na obniżki stóp w USA, ciągle koncentruje się na czynnikach krajowych (takie uzasadnienie decyzji zostało też podane przez prof. Sławińskiego na konferencji bezpośrednio po posiedzeniu Rady). Z tych krajowych czynników na pierwsze miejsce wysuwa się pogorszenie relacji między wydajnością i płacami. **W komunikacie po posiedzeniu Rada zauważyła nawet, że pogorszenie relacji płace/wydajność jest głębsze niż wcześniej szacowano.** Na ten aspekt (wzrost dynamiki jednostkowych kosztów pracy do ponad 9% r/r, wobec szacowanych przez ekspertów NBP 5,6% w całym 2007 roku) wskazywaliśmy już wcześniej przy okazji publikacji danych o wynagrodzeniach za drugi kwartał 2007. Implikacje tego zjawiska dla perspektyw inflacji mogą być znaczące. Przypomnijmy, że nie tylko prawidłowe oszacowaniem przyszłych dynamik ULC ale również same szacunki siły zależności między płacami i cenami w modelu ECMOD, oficjalnym modelu prognostycznym NBP, jest poważnym źródłem ryzyka dla projekcji inflacyjnej NBP.

Pomimo iż tradycyjnie już Rada wymieniła czynniki mogące ograniczać presję inflacyjną (globalizacja, wysoka dynamika inwestycji itd.), diagnoza RPP jest dość jednoznaczna „Rada uznała oddziaływanie tych czynników za niewystarczające do utrzymania inflacji na poziomie celu”. Potwierdza to również fakt, iż **w odróżnieniu do poprzedniego komunikatu, w komunikacie sierpniowym nie znalazło się stwierdzenie, że Rada czeka na potwierdzenie bieżących tendencji przez nadchodzące dane, czy też spodziewa się, że dokonane podwyżki zmniejszają ryzyko wzrostu inflacji.** W ocenie Rady w najbliższych kwartałach wzrost gospodarczy będzie nadal szybszy niż wzrost potencjalnego PKB.

Podsumowując, wczorajszy komunikat należy uznać za (umiarkowane) jastrzębi i wskazujący na kontynuację zacieśnienia monetarnego w przyszłości. Pomimo iż Rada w ostatnim zdaniu komunikatu wskazała, że będzie monitorować sytuację na globalnych rynkach finansowych kolejne decyzje będą nadal warunkowane przede wszystkim czynnikami krajowymi. Wydaje się, że po trzech dokonanych już podwyżkach RPP poczeka z kolejną do

momentu publikacji nowej projekcji inflacyjnej (miesiące publikacji projekcji inflacyjnej to także bardzo prawdopodobny moment kolejnych podwyżek). Pamiętajmy również, że historycznie rzecz biorąc, obniżenie inflacji (a do tego dojdzie również we wrześniu) zmniejsza znacznie prawdopodobieństwo podwyżki stóp. Wydaje się, że znacznie łatwiej będzie znaleźć ponownie większość pro-podwyżkową w sytuacji, gdy inflacja po prostu zacznie rosnąć (trend wzrostowy pojawi się według naszych szacunków już na jesieni). **Oczekujemy więc, że do kolejnej podwyżki stóp nie dojdzie szybciej niż w październiku-listopadzie.** Utrzymujemy nasz podstawowy scenariusz, że do połowy 2008 stopy wzrosną do poziomu 5,5%.

## Zrównoważony budżet po sierpniu

*MF oczekuje, że po sierpniu deficyt będzie bliski zera*

Według wiceminister finansów Elżbiety Suchockiej – Roguskiej budżet po sierpniu będzie zrównoważony, możliwa jest niewielki deficyt lub nadwyżka w wysokości do 100 mln zł. Po lipcu wynik budżetu był dodatni i wyniósł 615,6 mln zł, wobec planu 16 mld zł deficytu. Zdaniem MF bardzo dobry wynik budżetu jest efektem lepszego wykonania dochodów i przesunięcia części wydatków na koniec roku. Pomimo spodziewanego przyspieszenia realizacji wydatków w ostatnich miesiącach roku, według minister finansów Zyty Gilowskiej tegoroczne wykonanie deficytu może wynieść 23-24 mld zł. Bardzo dobra sytuacja budżetu będzie skutkowałą dalszym ograniczeniem podaży papierów skarbowych, jednak **wobec zapowiadanego rozluźnienia polityki fiskalnej w przyszłym roku, obecny rok może być ostatnim, kiedy wykonanie deficytu budżetowego było istotnie lepsze od przyjętych założeń.**

Zyta Gilowska oceniając wczorajszą decyzję Rady powiedziała, że konieczna będzie rewizja założeń budżetowych wobec przyszłorocznej stopy repo. Dotychczas MF zakładało, że na koniec tego roku stopa repo wyniesie 4,50% a na koniec przyszłego 5,00%. Naszym zdaniem czynnik ten nie będzie miał jednak istotnych skutków dla planu przyszłorocznego budżetu, może jedynie zaowocować pewną alokacją emisji SPW w przyszłym roku.

## Dziś dane o PKB

Dzisiaj o 10.00 GUS poda dane o PKB za II kwartał. Spodziewamy się, że PKB wzrósł w tym kwartale o 6,1% (k=6,0%), inwestycje zwiększyły się o 25,0% (k=20,1%), a konsumpcja indywidualna wzrosła o 6,5% (k=6,0%). Dane te będą kolejnym sygnałem wskazującym, że gospodarka polska cały czas rozwija się bardzo dynamicznie, a popyt krajowy od kilku kwartałów przewyższa już PKB. Skutkiem tego jest stopniowe narastanie nierównowagi zarówno wewnętrznej (wzrost inflacji) jak i zewnętrznej (pogarszający się C/A). Dane te będą również potwierdzeniem, że w gospodarce polskiej ryzyko nadal pozostaje większe dla inflacji niż dla wzrostu.

## Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,8477	2,8310

EUR/USD 1,3650 EUR/JPY 157,50 EUR/PLN 3,8310 USD/PLN 2,8075 (-22,4% wzg. koszyka).

*Odwracanie długich pozycji w jenie było kontynuowane podczas sesji europejskiej. Przy braku publikacji istotnych danych makro sentyment na rynku wyznaczały notowania na giełdach; odreagowanie wcześniejszych spadków na głównych giełdach europejskich skłoniło inwestorów do ponownych zakupów euro oraz dolara, EUR/JPY zwyżkował w drugiej połowie dnia do poziomu 157,26 (USD/JPY odp. do 115,15) natomiast dolar tracił*

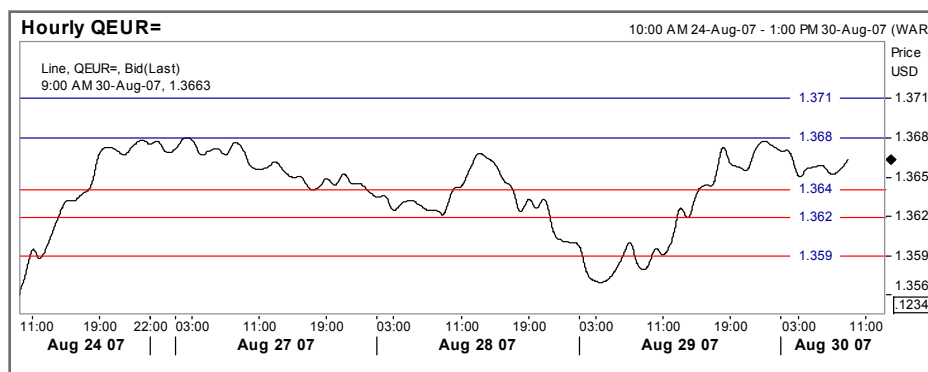
równocześnie na wartości wobec euro oraz funta. Pod koniec sesji kurs EUR/USD wzrósł do poziomu 1,3660 (poziom oporu 1,3670/80 pozostał jednak niezagrożony) a GBP/USD odp. osiągnął poziom 2,0160. Umiarkowana poprawa nastrojów na rynku pozwoliła umocnić się tradycyjnym walutom „carry” (AUD, NZD). Złoty tracił na wartości w godzinach porannych wobec pojawiających się pogłosek, że RPP może wstrzymać się z decyzją o podwyżce stóp. Kurs EUR/PLN zwyżkował do poziomu 3,85 (USD/PLN odp. do poziomu 2,83) jednakże przełamanie oporu 3,8450 okazało się nietrwałe; zlecenia eksporterów oraz realizacja zysków na długich pozycjach w euro zadecydowały o odwróceniu trendu, w drugiej połowie dnia kurs euro zniżkował do poziomu (wsparcia) 3,8315. Pod koniec sesji przy ograniczonym już wolumenie transakcji notowania EUR/PLN ustabilizowały się ok. 3,8350.

Nieudana próba przełamania wsparcia 1,3550/45 EUR/USD oraz poprawa nastrojów na rynkach bazowych podczas sesji nowojorskiej oddaliły perspektywę dalszego umocnienia dolara; obecna konsolidacja powyżej 1,3640/50 sugeruje kolejny test poziomów oporu 1,3680/1,3710. Znaczna zmienność nastrojów (szczególnie odn. jena) ogranicza skłonność inwestorów do otwierania nowych pozycji w regionie CE4; pomimo wzrostów na giełdach umocnienie złotego do końca tygodnia powinno być ograniczone (silnym poziomem wsparcia w krótkim terminie pozostaje 3,8150).

### Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Odbicie od poziomu wsparcia 1,3550/60 oraz obecna konsolidacja powyżej 1,3640 sugerują ponowny test poziomów oporu 1,3680/1,3710.

wsparcie	opór
1,3640	1,3735
1,3620	1,3710
1,3590	1,3680



Źródło: Reuters

### Krótkoterminowe prognozy, Złoty

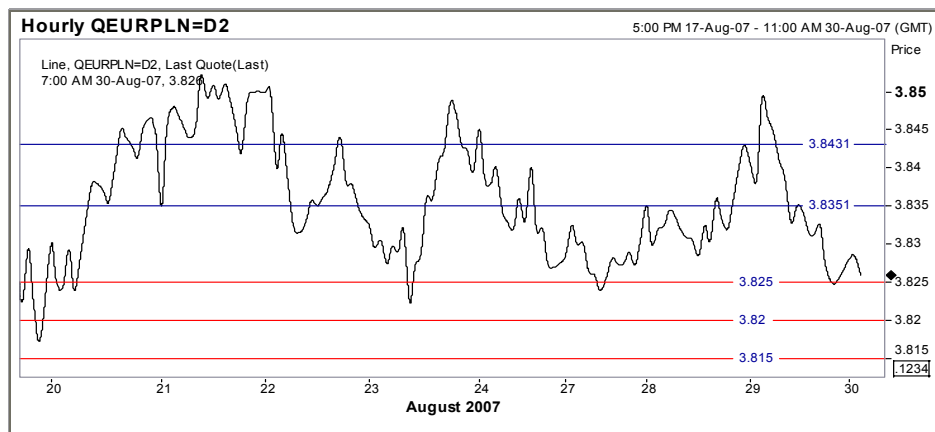
Prawdopodobny test poziomów wsparcia 3,8250/3,8200, umocnienie złotego w krótkim terminie powinno być ograniczone poziomem wsparcia 3,8150.

wsparcie	opór
3,8250	3,8500
3,8200	3,8430
3,8150	3,8350

EURPLN		
SPOT	3,8267	3,8305
ATM	BID	ASK
1 W	6,00	7,00
1 M	5,75	6,75
2 M	5,70	6,70
3 M	5,60	6,60
6 M	5,55	6,25
1 Y	5,50	6,20
DELTA = 25		
	1 M	1 Y
RR	1,20	1,20
Fly	0,30	0,38

Prawdopodobny test poziomów wsparcia 3,8250/3,8200, umocnienie złotego w krótkim terminie powinno być ograniczone poziomem wsparcia 3,8150.

wsparcie	opór
3,8250	3,8500
3,8200	3,8430
3,8150	3,8350

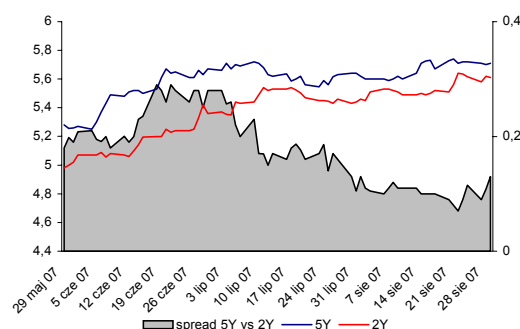
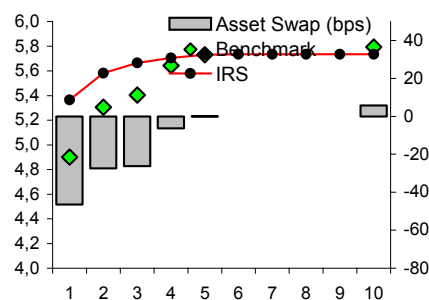


Źródło: Reuters

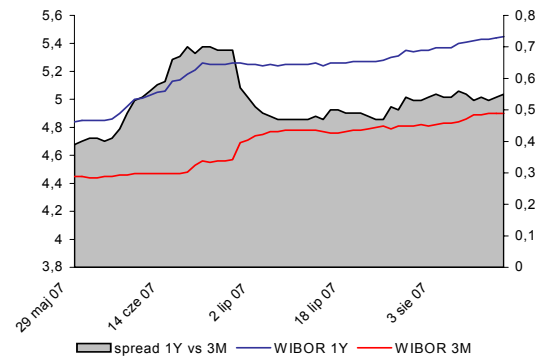
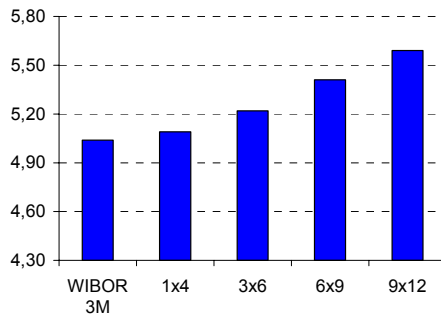
USDPLN		
SPOT	2,8005	2,8028
ATM	BID	ASK
1 W	8,50	9,50
1 M	8,30	9,30
2 M	8,30	9,30
3 M	8,10	9,10
6 M	8,15	8,85
1 Y	8,00	8,70
DELTA = 25		
	1 M	1 Y
RR	1,30	1,30
Fly	0,30	0,35

## Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	5,32	5,42
2Y	5,53	5,63
3Y	5,62	5,72
4Y	5,66	5,76
5Y	5,68	5,78
6Y	5,69	5,79
7Y	5,69	5,79
8Y	5,69	5,79
9Y	5,69	5,79
10Y	5,69	5,79



depo	BID	ASK
ON	3,45	3,75
1M	4,71	4,91
3M	4,84	5,04
FRA	BID	ASK
1x2	4,88	4,93
1x4	5,03	5,09
3x6	5,16	5,22
6x9	5,35	5,41
9x12	5,53	5,59



### Najważniejsze wydarzenia i publikacje danych makroekonomicznych czwartek, 30 sierpnia 2007

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
Polska	10:00	PKB	II kw. 2007	<b>6,1%</b>	6,0%	7,4%
USA	14:30	PKB, wstępne szacunki	II kw. 2007	-	2,1%	1,8%

### 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 UPRZEDNIEGO 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. JAKAKOLWIEK 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 UPRZEDNIĄ PISEMNIĄ ZGODĄ AUTORÓW.*