



ERNEST PYTLARCYK TEL. 829 0166
RADOSŁAW CHOLEWIŃSKI TEL. 829 1207
WOJCIECH TRZEPIZUR TEL. 829 0188
E-MAIL: research@brebank.com.pl

STRON: 4

Daily Letter**czwartek, 27 września 2007**

Makroekonomia

RPP utrzymała dotychczasowy poziom stóp. Komunikat i komentarze pod wyraźnym wpływem dobrych danych inflacyjnych.

RPP ocenia, że sierpniowy spadek inflacji, aczkolwiek głębszy niż się spodziewano, będzie miał charakter przejściowy, a w IV kw. 2007 inflacja znajdzie się ponownie w okolicach celu inflacyjnego

Wasilewska-Trenkner obecnie oczekuje mniejszej skali przyszłych podwyżek niż oczekiwała jeszcze w sierpniu

Zgodne z oczekiwaniami RPP nie zmieniła wczoraj poziomu stóp procentowych, pozostawiając stopę bazową na poziomie 4,75%. W komunikacie po posiedzeniu Rady zauważono, że sierpniowy spadek inflacji, aczkolwiek głębszy niż się spodziewano, będzie miał charakter przejściowy, a w IV kw. 2007 inflacja znajdzie się ponownie w okolicach celu inflacyjnego. **Ponownie RPP wskazała na średniookresowe zagrożenie wzrostem inflacji wynikające z trwałości ożywienia gospodarczego, szybkiego wzrostu wynagrodzeń i ekspansywnej polityki fiskalnej** (ten ostatni czynnik po raz pierwszy wymieniony został w sierpniowym komunikacie). Pomimo, iż RPP nadal ocenia prawdopodobieństwo wzrostu inflacji ponad cel inflacyjny jako wyższe niż utrzymania się jej w przedziale celu dokonane już podwyżki stóp prawdopodobieństwo wzrostu inflacji obniżają. Zauważamy, że podobna teza znajdowała się również w komunikacie lipcowym znacznie łagodząc jego wydźwięk. Wrześniowy komunikat złagodziły ponadto nowe argumenty antyinflacyjne: RPP bezpośrednio wskazała na możliwość spowolnienia w gospodarce światowej oraz dokonane podwyżki stóp przez zagraniczne banki centralne. Komunikat kończy stwierdzenie, że RPP czekać będzie na nadchodzące dane, aby zdiagnozować skalę ryzyka wzrostu inflacji w przyszłości. Nieco bardziej jastrzębi wydźwięk niż komunikat miały wczorajsze komentarze członków RPP (za wyjątkiem Wasilewskiej-Trenkner). Prof. Noga wskazał na nierównowagi w polskiej gospodarce. Prof. Filar zaznaczył, że jest rozczarowany planowanym wzrostem ekspansywności polityki fiskalnej, prof. Czekaj wskazał na kluczową rolę danych o rynku pracy. Dr **Wasilewska-Trenkner (znana dotąd z raczej jastrzębich wypowiedzi) zauważyła jednak, że obecnie oczekuje mniejszej skali przyszłych podwyżek niż oczekiwała jeszcze w sierpniu. Wskazała on również, że RPP musi być ostrożna, aby poprzez podwyżki „nie zaszkodzić gospodarce”**. Jej zdaniem dla decyzji Rady kluczowe znaczenie może mieć październikowa projekcja inflacyjna i w szczególności jej odchylenie od poprzedniej projekcji.

Oceniamy, że RPP przez najbliższy okres przyjmie postawę wyczekującą; zaczeka na potwierdzenie lub zaprzeczenie sygnałów antyinflacyjnych z sierpnia, zmian nastrojów możliwa więc najwcześniej po publikacji danych o wrześniowej inflacji. Naszym zdaniem kluczowa dla decyzji będzie projekcja inflacyjna, która według naszych szacunków (pomimo uwzględnienia krótkookresowego spadku inflacji) powinna pokazać wzrost inflacji poza górną granicę celu inflacyjnego w średnim okresie. Również dane realne oraz dane z rynku pracy w nadchodzącym okresie wskazywać będą na rosące zagrożenia inflacyjne. Nadal jednak jako moment kolejnej podwyżki bardziej prawdopodobny wydaje się nam listopad – w

październiku inflacja CPI prawdopodobnie okaże się niższa niż 2,0%, co może okazać się istotną barierą psychologiczną dla RPP i utrudnić komunikowalność podjętej w takich warunkach decyzji o podwyżce stóp.

Cały czas utrzymujemy nasz scenariusz wzrostu inflacji w średnim okresie (w najbliższych miesiącach powinniśmy obserwować systematyczny wzrost wskaźnika inflacji i inflacji netto) i wzrostu stóp proc. do poziomu 5,5% do połowy przyszłego roku.

Brak podwyżek cen gazu w styczniu obniży roczny wskaźnik inflacji o około 0,2 pkt proc.

Według naszych szacunków zakomunikowane wczoraj przez PGNiG utrzymanie dotychczasowych taryf na gaz, a co za tym idzie brak „zwyczajowej” podwyżki cen gazu w styczniu obniży roczny wskaźnik inflacji poczynając od stycznia 2008 o około 0,2 pkt proc. przez kolejne 12 miesięcy. Naszym zdaniem czynnik ten nie wpłynie jednak na skalę zacieśnienia monetarnego w Polsce.

Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,7788	2,6761

EUR/USD 1,4145 EUR/JPY 163,35 EUR/PLN 3,7785 USD/PLN 2,6715 (-24,6% wzg. koszyka).

Kurs EUR/USD zwyżkował podczas sesji azjatyckiej do rekordowego poziomu 1,4162 – jednakże przełamanie poziomu oporu 1,4160 okazało się krótkotrwałe, górę wzięła realizacja zysków; w nieznanym stopniu przyczyniła się do tego jastrzębia w tonie wypowiedź Plosser’a (Fed), ostrzegającego przed wzrostem presji inflacyjnej w USA. Nastroje inwestorów nie sprzyjały jednak głębszej korekcie, kurs EUR/USD w trakcie sesji europejskiej nie był w stanie zagrozić poziomowi wsparcia 1,4100/10. Nadal tracił na wartości jen, w drugiej połowie dnia EUR/JPY zwyżkował do poziomu 163,33 (USD/JPY odp. 115,63), przy umiarkowanej aprecjacji walut „carry”. Dane makro z USA ponownie rozczarowały inwestorów (zamówienia na dobra trwałe w USA spadły o 4,9%), w efekcie pod koniec sesji kurs EUR/USD powrócił do pasma wahań 1,4120-40. Złoty tracił stopniowo na wartości podczas sesji, w drugiej połowie dnia kurs EUR/PLN zwyżkował do poziomu 3,7815 (USD/PLN 2,6750); decyzja RPP o pozostawieniu stóp proc. bez zmian nie wpłynęła na notowania złotego, rynkowi zabrakło siły do przełamania oporu 3,7820. Pod koniec dnia kurs EUR/PLN ustabilizował się ok. 3,7760 (USD/PLN odp. 2,6730).

Kolejna sesja EUR/USD poniżej oporu 1,4160 może skłonić inwestorów do realizacji zysków, przełamanie wsparcia 1,4110/00 potwierdzi korektę (z pierwszym celem na poziomie 1,4060). Kluczowa może się dziś okazać publikacja danych dot. rynku pierwotnego nieruchomości w USA. Złoty może stopniowo odrabiać straty – pierwszym celem jest poziom wsparcia 3,7650/3,7600 EUR/PLN (dalsze osłabienie jena sprzyja walutom CE4).

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Kolejna nieudana próba przełamania oporu 1,4160 sygnalizuje wyczerpanie się trendu w krótkim terminie; prawdopodobny test 1,4110/00, przełamanie otwiera drogę na 1,4060.

wsparcie	opór
1,4110	1,4240
1,4060	1,4200



Źródło: Reuters

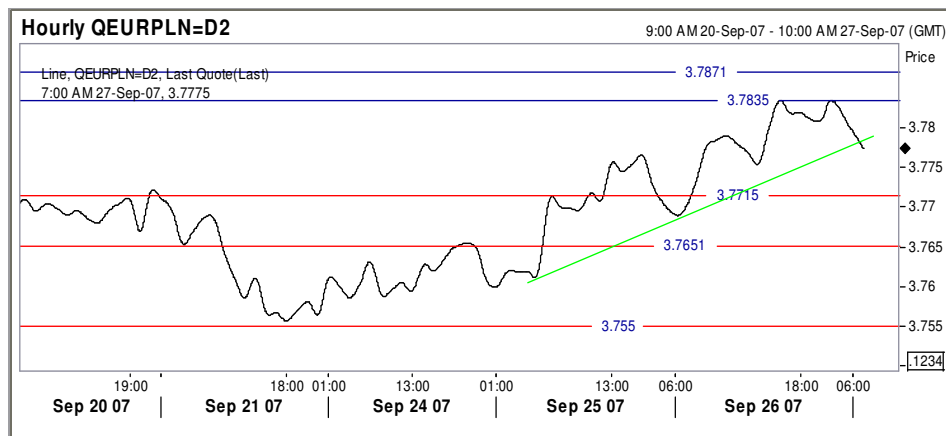
Krótkoterminowe prognozy, Złoty

EURPLN		
SPOT	3,7752	3,7783
ATM	BID	ASK
1 W	5,50	6,50
1 M	5,30	6,30
2 M	5,30	6,30
3 M	5,30	6,30
6 M	5,45	6,15
1 Y	5,45	6,15
DELTA = 25		
	1 M	1 Y
RR	0,80	1,00
Fly	0,30	0,38

Poziom oporu 3,7820/35 „obronił się” - prawdopodobne wydaje się stopniowe umocnienie złotego, pierwszym celem jest poziom wsparcia 3,7650/3,7600.

wsparcie	opór
3,7715	3,7900
3,7650	3,7870
3,7550	3,7835

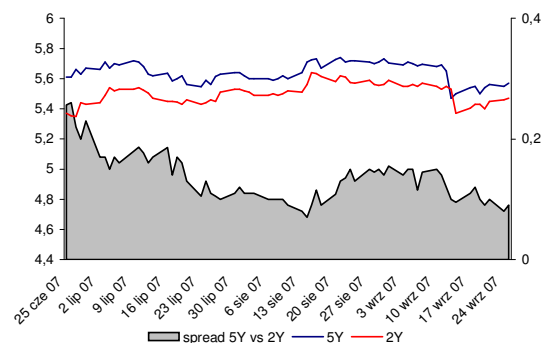
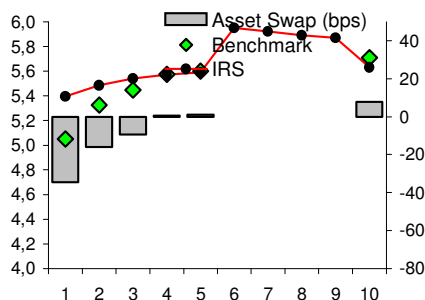
USDPLN		
SPOT	2,6655	2,6705
ATM	BID	ASK
1 W	8,50	9,50
1 M	7,80	8,80
2 M	7,70	8,70
3 M	7,70	8,70
6 M	7,85	8,55
1 Y	7,80	8,50
DELTA = 25		
	1 M	1 Y
RR	1,00	1,00
Fly	0,30	0,35



Źródło: Reuters

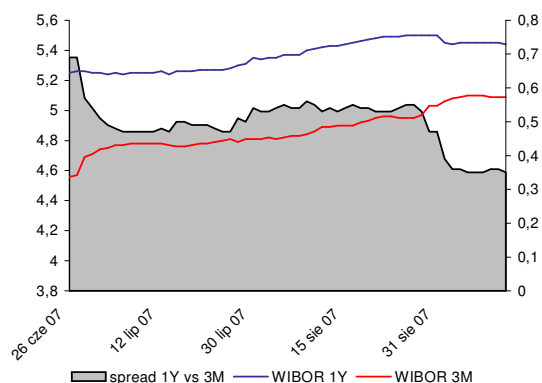
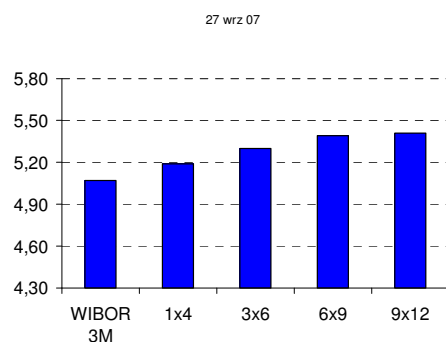
Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	5,35	5,45
2Y	5,44	5,54
3Y	5,49	5,58
4Y	5,52	5,62
5Y	5,55	5,64
6Y	5,57	5,64
7Y	5,58	5,65
8Y	5,58	5,65
9Y	5,59	5,66
10Y	5,60	5,67



depo	BID	ASK
ON	3,25	3,50
1M	4,75	4,92
3M	4,90	5,07

FRA	BID	ASK
1x2	5,02	5,07
1x4	5,14	5,19
3x6	5,25	5,30
6x9	5,34	5,39
9x12	5,36	5,41



Najważniejsze wydarzenia i publikacje danych makroekonomicznych czwartek, 27 września 2007

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
USA	14:30	Nowi bezrobotni	-	-	319 tys.	311 tys.
USA	16:00	Sprzedż nowych domów	sierpień	-	240 tys.	270 tys.

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. 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 UPZEDNIAJĄCĄ PISEMNIĄ ZGODĄ AUTORÓW.