



ERNEST PYTLARCZYK TEL. 829 0166
MARCIN MAZUREK TEL. 829 0183
RADOSŁAW CHOLEWIŃSKI TEL. 829 1207
WOJCIECH TRZEPIZUR TEL. 829 0188
E-MAIL: research@brebank.com.pl

Daily Letter**środa, 16 stycznia 2008**

STRON: 5

Makroekonomia

Dziś publikacja danych o płacach i zatrudnieniu

Dziś o godzinie 14:00 GUS poda dane o zatrudnieniu i płacach w sektorze przedsiębiorstw. Biorąc pod uwagę wypowiedzi członków Rady i przesunięcie ciężaru dyskusji w stronę bazowych miar inflacji, będą to kluczowe dane dla polityki pieniężnej. **Spodziewamy się tempa wzrostu zatrudnienia na poziomie 4,9%**, tylko nieznacznie niższego od zanotowanego w listopadzie. Wskaźniki koniunktury gospodarczej wskazują, że tempo wzrostu zatrudnienia będzie się obniżać. Nie spodziewamy się natomiast znacznego zmniejszenia wzrostu wynagrodzeń z uwagi na postępującą międzysektorową konwergencję oraz możliwość wystąpienia efektów drugiej rundy. **Naszym zdaniem wynagrodzenia w grudniu przyrosły o 9,2%** - odczyt niższy niż poprzednio jest bezpośrednim wynikiem przesunięcia dużej części premii w górnictwie na listopad; z uwagi na niedobory pracy w okresie świątecznym pokrywane pracą w godzinach nadliczbowych, istnieje ryzyko odchylenia odczytu w górę.

Grudniowa inflacja zgodna z oczekiwaniami na poziomie 4,0% r/r

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, roczny wskaźnik inflacji CPI wzrósł w grudniu do 4,0% z 3,6% zanotowanych w listopadzie. O wzroście rocznego wskaźnika zdecydował przede wszystkim efekt niskiej bazy z 2006 roku (w IV kw. 2006 ceny paliw spadły o około 15%). Zgodny z naszymi szacunkami bieżący wzrost cen paliw i żywności był bardzo umiarkowany – ceny żywności wzrosły zaledwie o 0,3% m/m po znacznych wzrostach notowanych od września, ceny paliw wzrosły o 0,2% m/m. **Istotne wzrosty cen w kategorii zdrowie (0,6% m/m), mieszkania (0,2% m/m) oraz restauracje i hotele (0,3% m/m) przełożyły się natomiast na wzrost inflacji bazowej o 0,2% m/m i 1,7% r/r, wobec 1,5 r/r% zanotowanych w listopadzie.**

Oceniamy, że rośnie szansa na pojawienie się efektów presji kosztowej w dalszej części roku i tym samym oceniamy bardzo duże ryzyko dla scenariusza obecnie propagowanego przez większość analityków o gładkim zejściu inflacji do poziomu 2,5% na koniec roku.

Z punktu widzenia polityki monetarnej właśnie wzrost inflacji bazowej może okazać się bardzo istotny; komentarze członków RPP wskazywały na przesunięcie uwagi gremium właśnie w stronę monitorowania tego wskaźnika. **Naszym zdaniem wskaźnik ten przekroczy 2% w styczniu generując przy tym oczekiwania na dalsze podwyżki stóp. Według naszych szacunków inflacja, jak i inflacja netto będą rosły również w kolejnych miesiącach, na co znacząco wpłyną podwyżki cen kontrolowanych.** Oceniamy, że rośnie szansa na pojawienie się efektów presji kosztowej w dalszej części roku i tym samym oceniamy bardzo duże ryzyko dla scenariusza obecnie propagowanego przez większość analityków o gładkim zejściu inflacji do poziomu 2,5% na koniec roku.

Dane o inflacji skomentowali prof. Czekaj, prof. Noga i dr Wailewska-Trenkner z RPP. Najbardziej gołębigim okazał się komentarz prof. Czekaja. Jego zdaniem ostatnie wzrosty inflacji są w głównej mierze spowodowane czynnikami podażowymi, czyli wzrostami cen

Wypowiedzi członków RPP po inflacji były dość umiarkowane biorąc pod uwagę ich kontekst. Wydaje się, że Rada może być niechętna do agresywnych ruchów – jej nastawienie może zmienić tylko zmiana perspektyw inflacji.

żywności, paliw i energii. Ocenia on, że do stabilizacji cen potrzebne są jeszcze 2-3 podwyżki stóp. **Zdaniem Czekają inflacja powróci do celu na przełomie 2008/2009 roku.** Również prof. Noga spodziewa się znacznego obniżenia inflacji na koniec 2008 roku (do 3%). Jego zdaniem potrzebne są jeszcze 3 podwyżki stóp procentowych. Ciekawym elementem wypowiedzi prof. Nogi była sugestia o ewentualnym przesunięciu kolejnej podwyżki na miesiąc, w którym znana będzie projekcja inflacyjna. Ważnym czynnikiem stabilizującym ceny, zdaniem Nogi, powinny okazać się już dokonane podwyżki. Najbardziej jastrzębi komentarz pochodził od dr Wasilewskiej-Trenkner. Członkini RPP powołała się na „modyfikowane prognozy NBP”, które wskazują na tylko nieznaczne obniżenie inflacji w 2009 roku, co mogłoby sugerować konieczność przeprowadzenia dalszych podwyżek stóp. Dalsze zacieśnienie monetarne będzie warunkowane również trwałością obecnych zmian cen żywności i paliw.

Naszym zdaniem wypowiedzi członków Rady są dość umiarkowane biorąc pod uwagę ich kontekst (inflacja powyżej górnej granicy celu). Wydaje się więc, że Rada będzie bardzo niechętna do agresywnych ruchów i tylko zmiana perspektyw dla inflacji może tę sytuację zmienić.

Niższa sprzedaż detaliczna w USA, niższe ceny producentów

Wciąż dość wysoka konsumpcja w IV kwartale, w połączeniu z oczekiwaniami na istotny jej spadek na początku roku oraz niższymi cenami producentów wprawiają oczekiwania na bardziej agresywne obniżki stóp procentowych.

Sprzedaż detaliczna spadła w grudniu o 0,4% m/m, znacznie poniżej konsensusu prognoz zakładającego w najlepszym przypadku stagnację sprzedaży. Obniżenie sprzedaży zanotowano również po wyłączeniu wolatylnej produkcji samochodów. **Niższa od konsensusu liczba nie wydaje się aż tak tragiczna jak jej rynkowy odbiór. Po dużym wzroście sprzedaży odnotowanym w listopadzie (1,0%) szacunki wzrostu konsumpcji w IV kwartale wydają się dość optymistyczne i plasują roczny wzrost na poziomie około 2-2,5%.** Początek roku może być jednak znacznie gorszy – złoży się na to efekt majątkowy, w dalszym ciągu wysokie ceny ropy naftowej oraz konieczność spłaty zadłużenia zaciągniętego przez wiele gospodarstw domowych. Z tego powodu tak naprawdę nienajgorsze wyniki sprzedaży nie zmieniają oczekiwań na 50-punktową obniżkę (co ciekawe, w kontraktach pojawiła się też szansa na cięcie 75 punktów bazowych), jaką Fed jest już prawdopodobnie gotowy dostarczyć na posiedzeniu pod koniec stycznia. Dość ostra wypowiedź Bena Bernanke może sugerować, że albo konsultował się z pozostałymi członkami FOMC zaraz po danych z rynku pracy, albo zdecydowany jest przejść cugle polityki pieniężnej na wzór Alana Greenspana. Zmianę poglądów szefa Fed po publikacji danych o sprzedaży poznamy już w czwartek po godzinie 16.00.

Ceny producentów okazały się znacznie niższe od konsensusu (odczyt na poziomie -0,1% m/m wobec oczekiwań ustawionych na 0,4%). Po publikacji cen importu (pierwszy od wielu miesięcy miesięczny spadek cen ropy) odczyt cen producentów nie powinien być aż tak dużym zaskoczeniem. Ceny konsumpcyjnych dóbr finalnych obniżyły się, w tym duże obniżki cen odnotowano w przypadku dóbr nietrwałego użytku po wyłączeniu żywności (ta w dalszym ciągu szybko rośnie, jednak ma mniejszą wagę w koszyku konsumpcyjnym niż w Polsce). **Wydaje się, że spadek cen producentów, wsparty wcześniejszym odczytem cen importu będzie oddziaływał w kierunku nieco niższego odczytu CPI (konsensus usytuowany na poziomie 4,1%).** Gdyby nasze przewidywania okazały się słuszne, na rynku mogą ukształtować się oczekiwania na jeszcze bardziej agresywne obniżki stóp, docelowo stopy procentowe mogą sięgnąć nawet 3%.

Dziś kolejna seria ważnych danych: inflacja CPI oraz produkcja przemysłowa.

Posiedzenie RPP, 30. stycznia

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (według krzywej OIS)
Podwyżka o 50 bps	0%
Podwyżka o 25 bps	100%
Stopy bez zmian	0%
Obniżka o 25 bps	0%

Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,5825	2,4055

EUR/USD 1,4840 EUR/JPY 157,50 EUR/PLN 3,5800 USD/PLN 2,4125

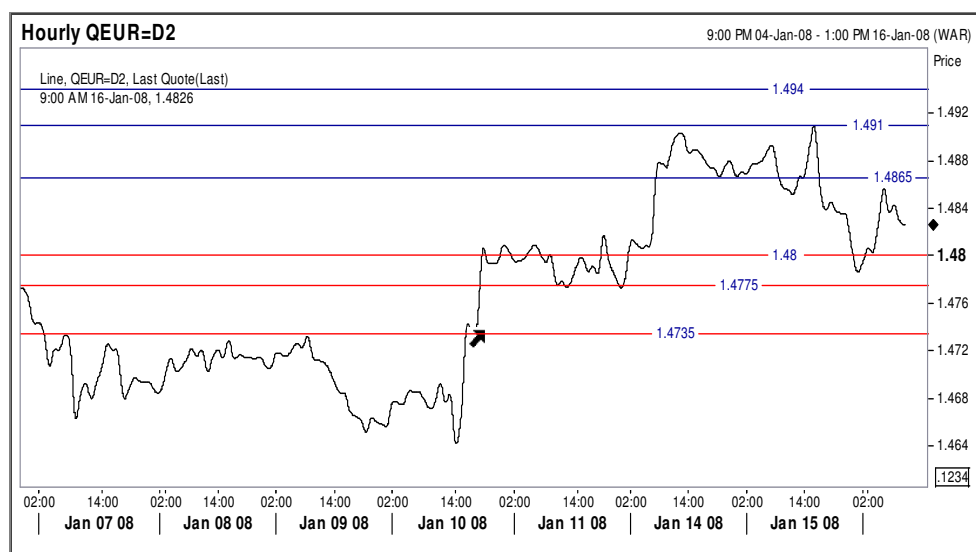
Słabe dane o sprzedaży detalicznej wzmocniły przekonanie inwestorów o wystąpieniu recesji w USA, ale i spowolnienia w strefie euro. Po krótkim epizodzie z EUR/USD na poziomie 1,4923 nastąpiło wzmocnienie dolara do 1,4777 w czasie sesji dalekowschodniej (czemu sprzyjała silna wyprzedaż EUR/JPY oraz pogłoski o nadzwyczajnym posiedzeniu Fed). W efekcie dolar tracił wobec jena (z 107,90 do 106,09). Obawy przed recesją mogą nadal przeciągnąć kurs EUR/USD powyżej 1,50.

Złoty testował poziom wsparcia 3,5700 EUR/PLN, bez powodzenia; wraz z postępującą korektą na relacji EUR/USD górę brała realizacja zysków na długich pozycji w PLN.. Przy trwającej niepewności na rynkach bazowych oraz wyprzedaży na warszawskiej giełdzie nie można wykluczyć dalszej korekty PLN (możliwy test oporu 3,60/3,6060 EUR/PLN).

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Silna realizacja zysków podczas sesji NY (wspierana wyprzedażą EUR/JPY) neguje dalszy wzrost EUR/USD w krótkim terminie. Prawdopodobny kolejny test wsparcia 1,4775 (możliwe s/l), pogłoski o nadzwyczajnym posiedzeniu Fed zachęcają do likwidacji długich pozycji w euro.

wsparcie	opór
1,4800	1,4940
1,4775	1,4910
1,4735	1,4865



Źródło: Reuter

Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Korekty EUR/JPY oraz EUR/USD sprzyjają osłabieniu złotego w krótkim terminie (potwierdzony solidny poziom wsparcia 3,5700/3,5650 EUR/PLN); realizacja zysków prawdopodobnie będzie ograniczona do poziomów 3,60/3,6060 EUR/PLN, kluczowe w średnim terminie nastroje na rynkach bazowych.

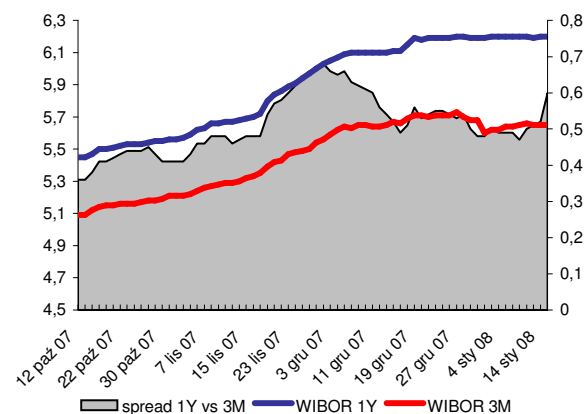
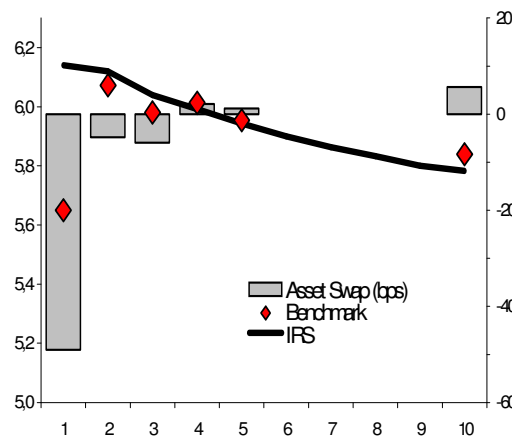
wsparcie	opór
3,5740	3,6060
3,5700	3,5975
3,5600	3,5900



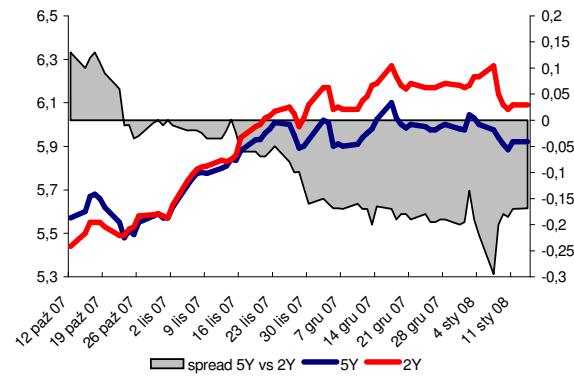
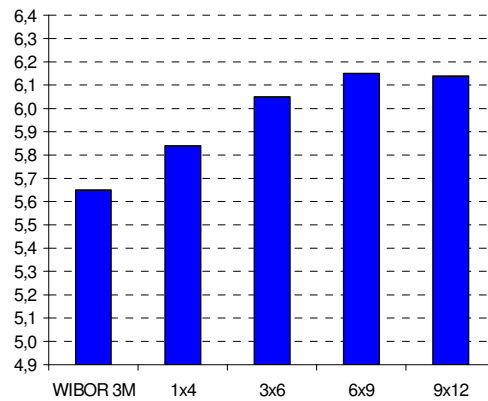
Źródło: Reuters

Rynek stopy procentowej, Złoty

IFS	BID	ASK
1Y	6,12	6,16
2Y	6,10	6,14
3Y	6,02	6,06
4Y	5,97	6,01
5Y	5,92	5,97
6Y	5,88	5,92
7Y	5,84	5,89
8Y	5,81	5,86
9Y	5,78	5,82
10Y	5,76	5,81



depo	BID	ASK
ON	5,00	5,20
1M	5,22	5,42
3M	5,45	5,65
FRA	BID	ASK
1x2	5,51	5,58
1x4	5,78	5,84
3x6	5,99	6,05
6x9	6,09	6,15
9x12	6,10	6,14



KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSSENSUS	POPZEDNIO
EMU	11:00	HICP <i>final</i>	grudzień	-	3,1%	3,1%
POL	14:00	Zatrudnienie w sektorze przeds. r/r	grudzień	4,9%	5,0%	5,0%
POL	14:00	Wynagrodzenie w sektorze przeds. r/r	grudzień	9,2%	11,0%	12,0%
USA	14:30	Inflacja CPI r/r	grudzień	-	4,1%	4,3%
USA	15:15	Produkcja przemysłowa m/m	grudzień	-	-0,1%	0,3%
USA	15:15	Wykorzystanie mocy wytwórczych	grudzień	-	81,3%	81,5%
USA	20:00	Beżowa księga		-	-	-

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 UPZEDNIAJĄ PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.