



ERNEST PYTLARCYK           TEL. 829 0166  
MARCIN MAZUREK           TEL. 829 0183  
RADOSŁAW CHOLEWIŃSKI   TEL. 829 1207  
WOJCIECH TRZEPIZUR      TEL. 829 0188  
E-MAIL: [research@brebank.com.pl](mailto:research@brebank.com.pl)

**Daily Letter****czwartek, 7 lutego 2008**

STRON: 4

## Makroekonomia

### Wzrost stopy bezrobocia w styczniu

*Stopa bezrobocia, według naszych szacunków, powinna spaść na koniec 2008 roku do poziomu 10,0-10,5%.*

W styczniu stopa bezrobocia wzrosła do 11,8% (szacunki MIPS) z 11,4% zanotowanych w grudniu 2007 r.. Wzrost stopy bezrobocia wynika przede wszystkim z czynników o charakterze sezonowym (jest zbliżony do tych z lat poprzednich za wyjątkiem roku 2007, kiedy to nastąpiła skokowa poprawa sytuacji na rynku pracy). Wzrost stopy bezrobocia, jak podaje Ministerstwo, został dodatkowo zwiększony ze względu na wygasanie umów na czas określony zawartych w budownictwie, handlu i transporcie.

Zmniejszenie dynamiki spadku bezrobocia zgodne jest z tendencjami sygnalizowanymi już od 2-3 miesięcy w badaniach koniunktury w przedsiębiorstwach. Przedsiębiorstwa sygnalizują niższe dynamiki zatrudnienia oraz coraz większe problemy ze znalezieniem odpowiednio wykwalifikowanych pracowników. Wydaje się, że obecny poziom bezrobocia rejestrowanego jest coraz bliżej poziomowi bezrobocia strukturalnego. W roku bieżącym spodziewamy się więc mniejszej dynamiki spadku bezrobocia. Stopa bezrobocia, według naszych szacunków, powinna spaść na koniec 2008 roku do poziomu 10,0-10,5%.

### Nie deficyt budżetowy, a inflacja zagrożeniem dla szybkiego przyjęcia euro

W ostatnim czasie w wypowiedziach ekonomistów RPP oraz Ministerstwa Finansów coraz częściej pojawia się wątek wejścia do ERM2 i w konsekwencji przyjęcia wspólnej waluty. O ile historycznie deficyt fiskalny był widziany przez ekonomistów i polityków jako największy problem w kategoriach nominalnej konwergencji z EMU na chwilę dzisiejszą coraz większa grupa ekonomistów zdaje się wskazywać na wzrost inflacji i niespełnienie inflacyjnego kryterium konwergencji jako najbardziej palący problem na drodze do euro. W udzielonych wczoraj wywiadach wątek ten podjęty został zarówno przez Ministra Rostowskiego, jak i wiceministra Gomułkę. Gomułka stwierdził, że sektor publiczny nie będzie stanowił w najbliższych latach zagrożenia dla konwergencji nominalnej a szansa na wyjęcie Polski z pod procedury nadmiernego deficytu (wiosną 2008 Polska przedstawi Komisji Europejskiej zaktualizowaną wersję programu konwergencji) jest bardzo duża. Gomułka, jak i Rostowski, obaj niekryją się ze swoim „euroentuzjazmem”, przestrzegają jednak przed zagrożeniem wzrostu inflacji (Gomułka wskazuje tu na konieczność prowadzenia przez RPP odpowiedniej, stabilizującej inflację polityki monetarnej, która będzie kompatybilna z zamiarami przyjęcia przez Polskę euro, a więc będzie restrykcyjna. Największym zagrożeniem dla inflacji są według Gomułki rosące płace – 7,5% wzrost płac to dynamika przy której jego zdaniem RPP powinna podwyższać stopy.). W sytuacji narastającej presji inflacyjnej wejście do mechanizmu ERM2 mogłoby wiązać się z dodatkowym ryzykiem dłuższego pobytu w tym mechanizmie, a więc wyższych kosztów społecznych związanych z ewentualnym dłuższym okresem zacieśnienia fiskalnego i widmem ewentualnych ataków spekulacyjnych na polską walutę.

Naszym zdaniem dyskusja na temat dekonwergencji nominalnej dopiero się zaczyna i spodziewamy się jej eskalacji w najbliższych miesiącach; już w lutym średnioroczna inflacja HICP przekroczy poziom 3% i będzie tym samym o więcej niż 1,5 pkt proc. wyższa niż inflacja w trzech karach UE o najbardziej stabilnych cenach. Potwierdzenie się naszego scenariusza (stabilizacja inflacji na poziomie zbliżonym do 4% r/r przez cały 2008) skutkować będzie grą na dekonwergencję, a więc prawdopodobnym dalszym wystromieniem krzywej dochodowości.

## Dziś decyzja ECB i Banku Anglii

Niedawny wzrost inflacji w strefie euro do poziomu 3,2% naszym zdaniem oddala wizję poluzowania polityki monetarnej przez ECB, nawet jeśli miałyby to oznaczać dalsze wzmocnienie europejskiej waluty. Oczekujemy, że ciągle nienajgorsze przewidywania co do wzrostu w strefie euro i piętrzące się zagrożenia inflacyjne (między innymi związane z żądaniami płacowymi w Niemczech) wymuszają na gubernatorach ECB utrzymanie dotychczasowego nastawienia.

### Posiedzenie RPP, 27. lutego

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

## Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,5905	2,4580

EUR/USD 1,4625 EUR/JPY 155,70 EUR/PLN 3,6070 USD/PLN 2,4660

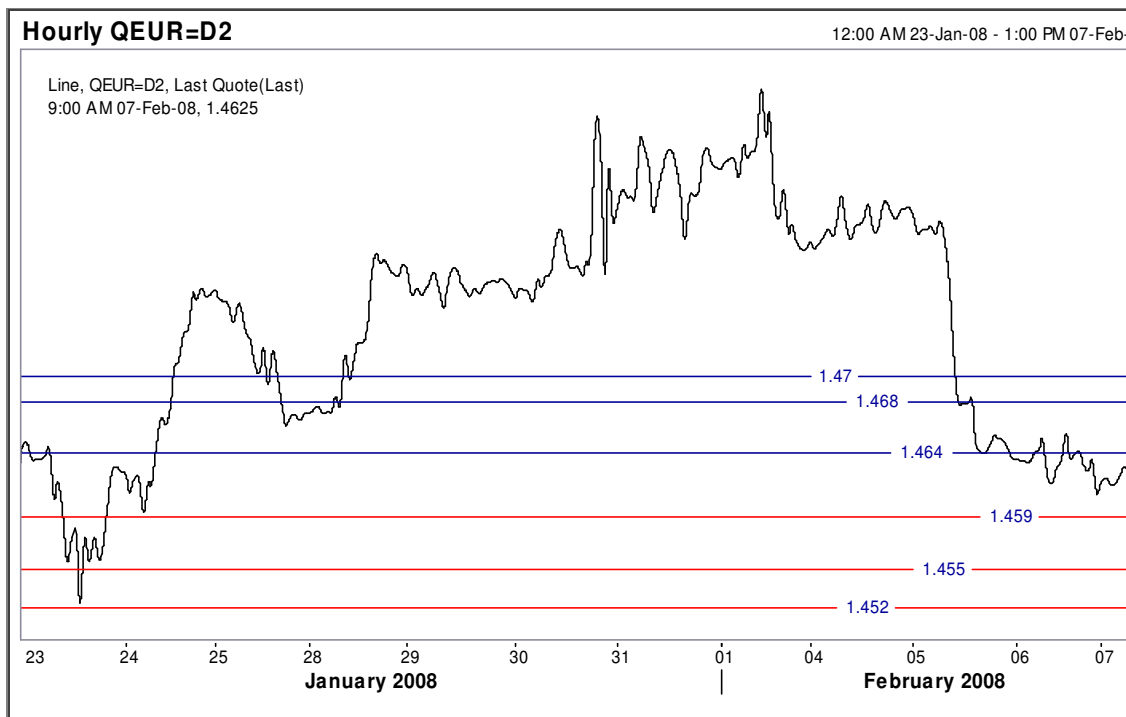
*Sesja azjatycka przyniosła konsolidację w paśmie 1,4605-40 wobec ograniczonej płynności (zbliżający się Nowy Rok Księżycowy). Udana obrona poziomu wsparcia 1,4590 EUR/USD oraz odreagowanie wyprzedaży euro wobec dolara oraz jena przed posiedzeniem ECB sugerują test oporu 1,4640/50 (przełamanie otwiera drogę na 1,4700/1,4730). Skuteczne ograniczenie oczekiwań na obniżenie stóp w strefie euro w krótkim terminie może zadecydować o powrocie wspólnej waluty do trendu wzrostowego (techn. sygnałem będzie przełamanie oporu 1,4700/1,4730 EUR/USD).*

Wraz z forintem złoty tracił na wartości podczas sesji europejskiej oraz nowojorskiej, głównym powodem była likwidacja pozycji na rynkach wschodzących po silnych wyprzedażach na giełdach.. Technicznie korekta może wyczerpać się ok. poziomów oporu 3,6070/3,6140 EUR/PLN (b. silny poziom oporu 3,6270), szczególnie w przypadku utrzymania dotychczasowej polityki przez ECB (stopy bez zmian); prawdopodobne zlecenia eksporterów powyżej 3,6150 EUR/PLN.

## Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Odbicie od poziomu wsparcia 1,4590.. oznacza korektę oraz test oporu 1,4640/50. Ewentualne przełamanie 1,4700/1,4735 przywraca trend wzrostowy euro. Kluczowym poziomem wsparcia pozostaje 1,4590/80.

wsparcie	opór
1,4590	1,4700
1,4550	1,4680
1,4520	1,4640



Źródło: Reuter

### Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Dalsze osłabienie złotego powinno być ograniczone, szczególnie w przypadku powstrzymania dalszej aprecjacji jena oraz dolara. Poziomy oporu 3,6070/80 oraz 3,6150 EUR/PLN mogą być atrakcyjne do budowania długich pozycji w PLN.

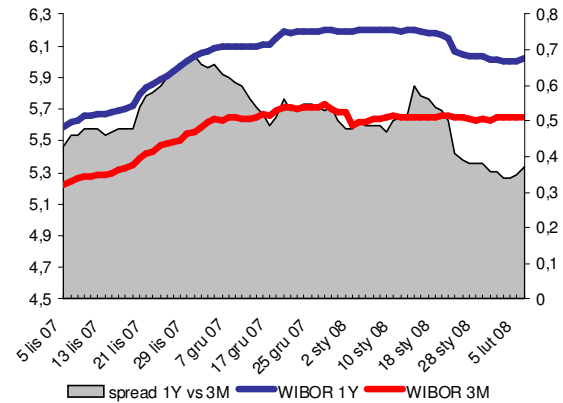
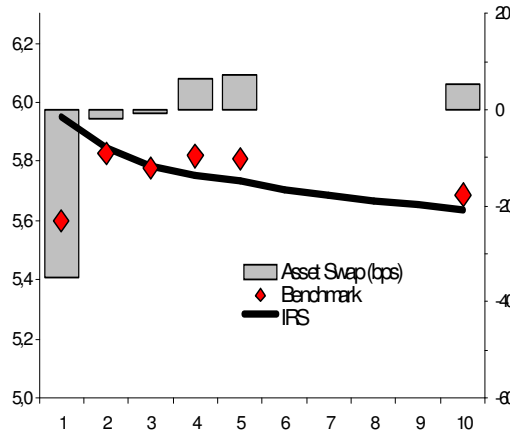
wsparcie	opór
3,5950	3,6450
3,5850	3,6270
3,5600	3,6150



Źródło: Reuters

## Rynek stopy procentowej, Złoty

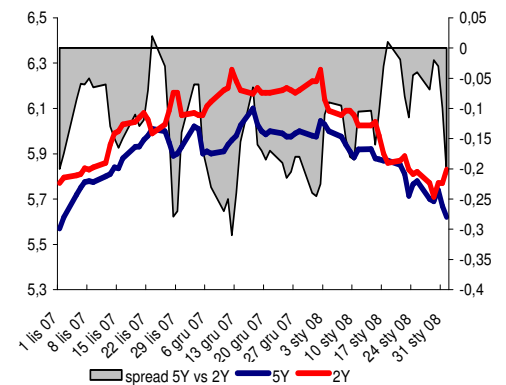
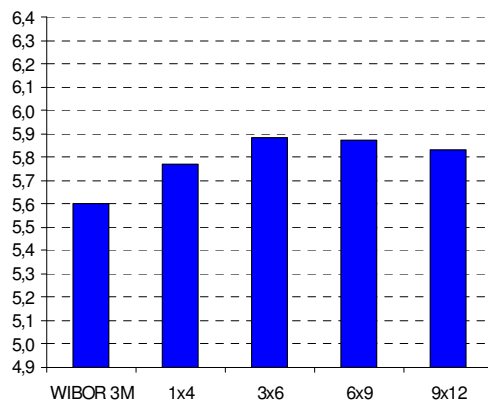
IFS	BID	ASK
1Y	5,93	5,97
2Y	5,82	5,87
3Y	5,76	5,81
4Y	5,73	5,78
5Y	5,71	5,76
6Y	5,68	5,73
7Y	5,66	5,71
8Y	5,64	5,69
9Y	5,63	5,68
10Y	5,61	5,66



depo	BID	ASK
ON	5,20	5,35
1 M	5,30	5,45
3 M	5,45	5,60

FRA	BID	ASK
1x2	5,55	5,60
1x4	5,72	5,77
3x6	5,83	5,88
6x9	5,82	5,87
9x12	5,78	5,83



KRAJ	GODZI NA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSSENSUS	POPZEDNIO
W. Brytania	13:00	Decyzja BOE w sprawie stóp	-	-	5,25%	5,5%
EMU	13:45	Decyzja EBC w sprawie stóp proc.	-	-	4%	4%
USA	14:30	Jobless claims	Dane tygodniowe	-		325,7 tys.
Czechy		Decyzja w sprawie stóp	-		3,75%	3,5%

### 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 JAKĄKOLWIEK 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.