



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](mailto:research@brebank.com.pl)

**Daily Letter****piątek, 15 lutego 2008**

STRON: 5

## Makroekonomia

### Dziś publikacja danych o inflacji, zatrudnieniu i wynagrodzeniach

Dziś o godzinie 14:00 GUS opublikuje dane o inflacji, zatrudnieniu i wynagrodzeniu. Spodziewamy się, że **inflacja CPI osiągnie 4,1% r/r**, po 4,0% odnotowanych w poprzednim miesiącu. W styczniu zaobserwowaliśmy duże wzrosty niektórych kategorii żywności (głównie owoców i warzyw); w przeciwnym kierunku działało obniżenie cen paliw. Inflacja bazowa pozostanie na poziomie z grudnia – 1,7% r/r.

**Dynamika płac na poziomie 9,8% r/r** oznacza ich powrót do trendu (poprzednie odczyty były w dużej mierze zaburzone wypłatą premii w górnictwie). Styczeń wiąże się ze zmianą próbki przedsiębiorstw, na których wyliczenia opiera GUS – sugeruje to możliwość niespodzianek we wskaźniku. Podobny problem istnieje w przypadku **zatrudnienia** – **spodziewamy się nieznacznego zmniejszenia jego dynamiki do 4,8%** i dalszych spadków tempa wzrostu na przestrzeni kolejnych miesięcy.

### Podaż pieniądza zgodnie z oczekiwaniami

Wczoraj NBP opublikował dane o podaży pieniądza M3 w styczniu br. W porównaniu z grudniem 2007 r. **podaż pieniądza wzrosła o 1,4%, co oznacza wzrost o 13,1% r/r**, minimalnie powyżej naszej prognozy (13,0% r/r) i rynkowego konsensusu (13,0% r/r).

Choć od połowy zeszłego roku odnotowujemy systematyczny spadek tempa wzrostu pieniądza w gospodarce, głównie za sprawą **wolniejszego wzrostu depozytów przedsiębiorstw** (w styczniu 11,3% r/r wobec 14,4% r/r w grudniu ub. r. i 19,8% r/r w listopadzie ub. r.), to w styczniu proces ten spowolnił. Przyczyną tego była wyższa dynamika depozytów gospodarstw domowych (14,6% r/r wobec 10,6% r/r w poprzednim miesiącu), wynikająca z ujemnego salda wpłat i umorzeń na rachunki TFI (ok. 11 mld zł). Silne spadki na warszawskiej giełdzie na początku roku skłoniły wiele osób, zwłaszcza tych mniej doświadczonych na rynku kapitałowym, do wycofania się z lokowania oszczędności w funduszach inwestujących w akcje. Środki pochodzące z umorzeń zasiliły bazę depozytową. W następnych miesiącach efekt ten będzie słabszy (fala umorzeń miała kulminację pod koniec stycznia), jednak miesięczna dynamika depozytów gospodarstw domowych powinna utrzymywać się powyżej poziomów z zeszłego roku, czemu będzie dodatkowo sprzyjał silny wzrost funduszu płac i być może zmiana nawyków oszczędnościowych (lokaty powrócą do łask).

W dalszym ciągu oczekujemy spowolnienia wzrostu depozytów przedsiębiorstw, ze względu na niższą dynamikę ich zysków, do czego przyczyniają się rosnące koszty, w tym płacowe. Pod koniec roku może ona spaść do kilku procent rocznie. W rezultacie, **dynamika podaży pieniądza w następnych miesiącach powinna się dalej obniżyć.**

## Nadwyżka budżetowa w styczniu

*Bardzo dobre wykonanie budżetu za styczeń to efekt poprawy sytuacji na rynku pracy, wyższej akcyzy na wyroby tytoniowe oraz nadmuchania wydatków w ostatnim miesiącu roku poprzedniego.*

W styczniu budżet centralny zanotował nadwyżkę w wysokości 4,4 mld zł (w analogicznym okresie roku 2007 nadwyżka budżetowa wyniosła 3 mld zł). Do osiągnięcia tak dobrego wykonania budżetu przyczyniły się wysokie jak na tą porę roku (podobnie jak to miało miejsce w bardzo dobrym początku roku 2007) wpływy podatkowe, w tym wysokie wpływy z tytułu PIT. O ponad dwa miliardy wyższe niż w roku poprzednim okazały się wpływy z tytułu akcyzy, co tłumaczyć należy zwiększeniem stawki tego podatku na wyroby tytoniowe. Nieco niższe wpływy z VAT mogą świadczyć o niższej sprzedaży, zwłaszcza materiałów budowlanych w porównaniu ze styczniem 2007 roku. Po stronie wydatków niższe okazały się przede wszystkim dotacje dla FUS (ponad 3 mld dotacja została przekazana w grudniu 2007 roku).

Podsumowując, bardzo dobre wykonanie budżetu za styczeń to efekt poprawy sytuacji na rynku pracy, wyższej akcyzy na wyroby tytoniowe oraz nadmuchania wydatków w ostatnim miesiącu roku poprzedniego.

Przedstawiciele MinFin zapowiedzieli już, że również w lutym budżet może zanotować nadwyżkę. Naszym zdaniem cały rok 2008 będzie bardzo dobry pod względem wykonania budżetu. Wysoki popyt wewnętrzny, wyższe poziomy cen (patrz utrzymywanie się wyższej inflacji) wpłyną na podniesienie wpływów budżetowych. **Podobnie jak w roku poprzednim polityka fiskalna nie będzie przez inwestorów uznawana jako źródło ryzyka dla poziomu stóp proc. i podobnie jak w roku poprzednim zmienność na rynku stopy proc. będzie raczej wynikała z polityki monetarnej i procesów inflacyjnych. W przypadku braku reform strukturalnych, w tym reformy finansów publ., rok 2009 może mieć zgoła inny charakter.**

## Niższe PKB w strefie euro

*Oczekujemy gradualnego poluzowania polityki pieniężnej począwszy od II kwartału.*

PKB w strefie euro wzrosło w IV kwartale o 0,4% kw/kw oraz 2,3% r/r (w poprzednim kwartale odnotowano wzrost równy odpowiednio 0,8% i 2,7%). Niskie tempo wzrostu gospodarczego to przede wszystkim efekt wysokich stóp procentowych, mocnego euro i wysokich cen ropy naftowej – dodatkowym czynnikiem była pogarszająca się płynność w związku z oddziaływaniem amerykańskiego kryzysu *subprime*. **Obniżające się wskaźniki koniunktury sugerują, że w pierwszej połowie 2008 roku czynniki te będą również odgrywały rolę głównych hamulców wzrostu. Oczekujemy, że gospodarka Eurolandu będzie się rozwijać w 2008 roku w tempie nie większym niż 1,6%.**

W ujęciu przekrojowym (w miarę dostępności danych), głównym hamulcem strefy euro okazały się Francja i Niemcy (ich wzrost był równy 0,3% kw/kw). Obniżenie tempa wzrostu PKB Niemiec wynikało w głównej mierze z wyhamowania konsumpcji i eksportu; w dalszym ciągu motorem wzrostu pozostały wydatki inwestycyjne. Spowolnienie w gospodarce światowej oraz wysokie stopy procentowe będą oddziaływać negatywnie na ten ostatni składnik popytu (co odbije się prawdopodobnie także na eksporcie). **Wydaje się, że lekkie przyspieszenie konsumpcji prywatnej może w tym przypadku nie wystarczyć do podtrzymania tempa wzrostu gospodarki niemieckiej – scenariuszem bazowym jest obniżenie dynamiki PKB nawet do 1,5%.**

W związku ze słabym wzrostem produktu dojdzie prawdopodobnie do dalszego złagodzenia jastrzębiej retoryki EBC, co będzie generowało oczekiwania na szybsze obniżki stóp procentowych. Wydaje się jednak, że złamanie propagowanego do tej pory optymizmu dotyczącego perspektyw wzrostu gospodarczego będzie musiało zostać potwierdzone przynajmniej przez wskaźniki koniunktury – zejście PMI w przemyśle poniżej 50 punktów może okazać się dostatecznym sygnałem do cięcia stóp. Oczekujemy tym samym gradualnego poluzowania polityki pieniężnej począwszy od II kwartału.

### 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
3,5870	2,4543

EUR/USD 1,4645 EUR/JPY 158,30 EUR/PLN 3,5880 USD/PLN 2,4500

*Dobre wyniki bilansu handlowego USA przyczyniły się do krótkotrwałego umocnienia amerykańskiej waluty (dolar wzmacnił się wobec euro do poziomu 1,456). Wczorajsza wypowiedź prezesa Bernanke o ryzykach dla wzrostu gospodarczego w USA została jednak odebrana jako zapowiedź zdecydowanych cięć stóp proc. i kurs EUR/USD powrócił do poziomów 1,464-1,465. Sesja dalekowschodnia przyniosła stabilizację kursów walut i w efekcie odbicia na japońskich indeksach powrotu kursu EUR/JPY do poziomów powyżej 158,0.*

*Poprawa nastrojów na emerging markets to jedna z przyczyn umocnienia złotego podczas wczorajszej sesji. Najbardziej prawdopodobnym scenariuszem na najbliższe dni jest pełzająca aprecjacja polskiej waluty i przełamanie poziomu wsparcia 3,5800 EUR/PLN (celem jest 3,5600/3,5550).*

### Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Przełamanie oporu 1,4630/50 otwiera drogę na 1,4670/1,4700 (gdzie prawdopodobna wydaje się realizacja zysków – bezpośrednim poziomem wsparcia i celem ewentualnej korekty jest 1,4620/00).

wsparcie	opór
1,4620	1,4760
1,4590	1,4700
1,4540	1,4670



Źródło: Reuter

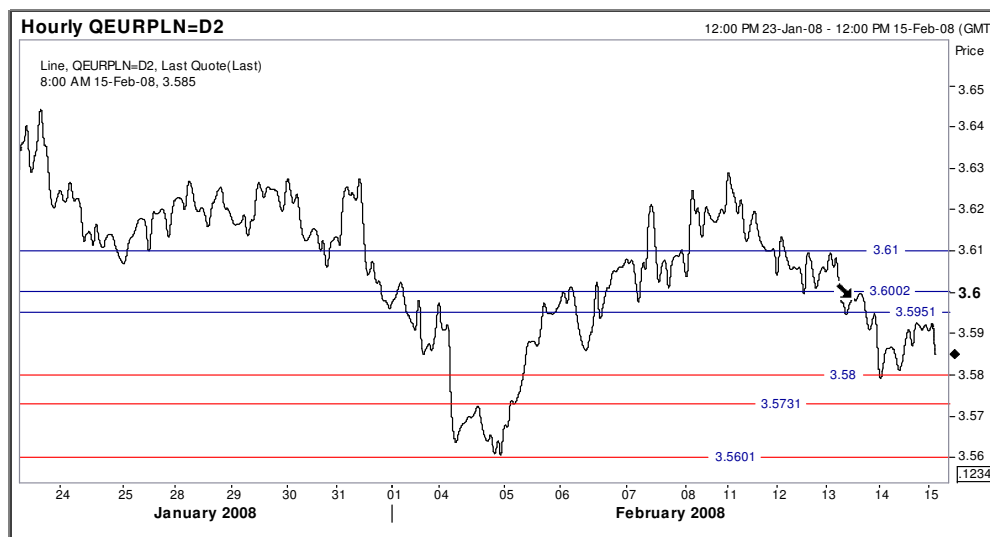
### Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Kontynuacja trendu powinna przynieść ponowny test poziomu

wsparcie	opór
----------	------

wsparcia 3,5800 (solidnym poziomem wsparcia w średnim terminie pozostaje 3,5600/3,5550). Udana obrona 3,5800 może skłonić do realizacji zysków przed weekendem (ewentualny test 3,60).

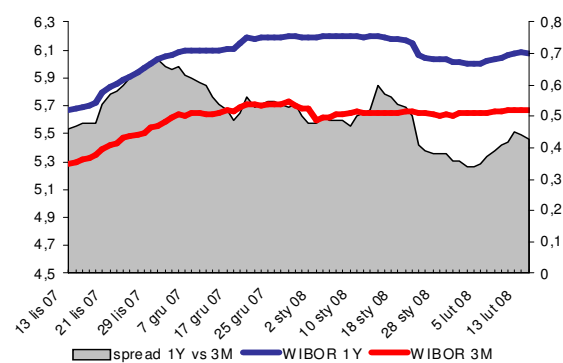
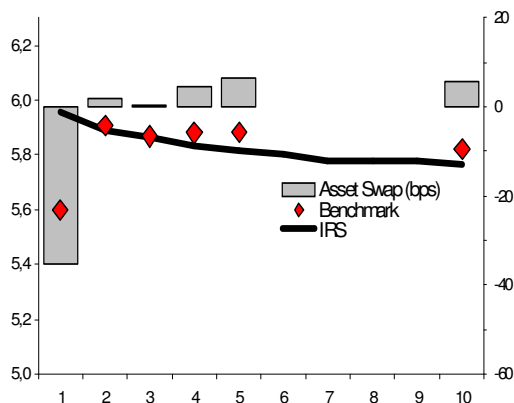
<b>3,5800</b>	<b>3,6100</b>
<b>3,5730</b>	<b>3,6000</b>
<b>3,5600</b>	<b>3,5950</b>



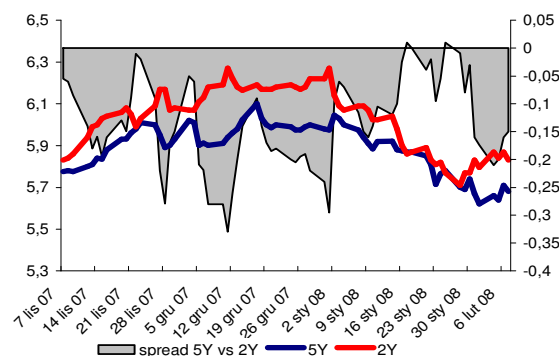
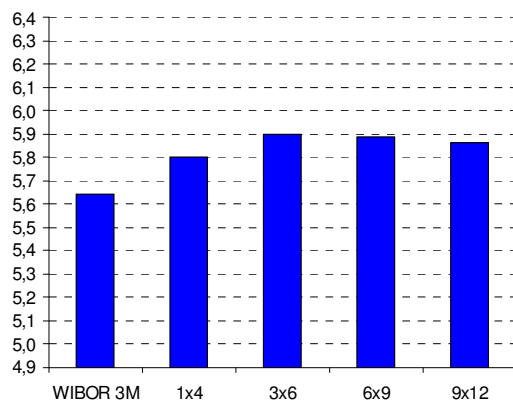
Źródło: Reuters

## Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	5,93	5,98
2Y	5,87	5,91
3Y	5,84	5,89
4Y	5,81	5,86
5Y	5,79	5,84
6Y	5,78	5,83
7Y	5,76	5,80
8Y	5,75	5,80
9Y	5,75	5,80
10Y	5,74	5,79



depo	BID	ASK
ON	5,25	5,40
1 M	5,28	5,48
3 M	5,44	5,64
FRA	BID	ASK
1x2	5,62	5,69
1x4	5,75	5,80
3x6	5,84	5,90
6x9	5,83	5,89
9x12	5,80	5,86



KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
POL	14:00	Inflacja r/r	styczeń	<b>4,1%</b>	4,1%	4,0%
POL	14:00	Wynagrodzenia r/r	styczeń	<b>9,8%</b>	10,0%	7,2%
POL	14:00	Zatrudnienie r/r	styczeń	<b>4,8%</b>	4,9%	4,9%
USA	15:15	Produkcja przemysłowa m/m	styczeń	-	0,1%	0,0%
USA	16:00	Indeks Michigan	lut	-	76,3 pkt.	78,4 pkt.

## 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 UPZEDNIA PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.