



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)

STRON: 5

## Makroekonomia

### Rekordowa dynamika wynagrodzeń w lutym

Dynamika wynagrodzeń za luty okazała się zgodna z naszymi oczekiwaniami osiągając 12,8% r/r (11,5% wzrost zanotowano w styczniu). Oceniamy, że trend na tymże wskaźniku zbliżony jest do 10% r/r. W lutym wynagrodzenia mogły więc dodatkowo wzrosnąć również ze względu na podwyżki płac (około 15%) i wypłaty tzw. czternastki w górnictwie. W kolejnych miesiącach spodziewamy się dalszych podwyżek płac obejmujących zwłaszcza takie sekcje jak górnictwo, handel, transport i łączność. Wysokich wzrostów wynagrodzeń spodziewamy się również w przedsiębiorstwach z dużym udziałem kapitału państwowego (patrz np. przetwórstwo ropy naftowej). Oceniamy (bazując na wynikach ankiet przeprowadzonych w największych polskich przedsiębiorstwach), że w 2008 roku średnioroczna dynamika płac będzie zbliżona do 10% r/r. Wzrost inflacji, w tym inflacji odczuwanej przez gosp. domowe stwarza coraz dogodniejsze warunki do wystąpienia tzw. efektów drugiej rundy. Utrudni/uniemożliwi to RPP opuszczenie restrykcyjnego nastawienia w polityce monetarnej w roku 2008.

*Wzrost inflacji, w tym inflacji odczuwanej przez gosp. domowe stwarza coraz dogodniejsze warunki do wystąpienia tzw. efektów drugiej rundy. Utrudni/uniemożliwi to RPP opuszczenie restrykcyjnego nastawienia w polityce monetarnej w roku 2008.*



Dane znacznie zwiększają prawdopodobieństwo marcowej podwyżki stóp procentowych. Powinny one również przyczynić się do dalszego wzrostu rentowności i dalszego wystromienia na najkrótszym końcu krzywej dochodowości.

## Komentarze członków RPP

*Przed publikacją danych  
dwie jastrzębie  
wypowiedzi Filara i  
Sławińskiego...*

Jeszcze przed publikacją danych o płacach byliśmy świadkami kilku wypowiedzi członków RPP. D. Filar stwierdził, że potrzebna jest kontynuacja zacieśnienia monetarnego, gdyż czynniki wskazujące na potencjalne problemy były widoczne już w 2006 roku. Wypowiedź (jak również wcześniejsze wypowiedzi profesora) może sugerować, że członek RPP uważa, że Rada jest w pewnym sensie spóźniona, co wymaga szybkiego „nadrobienia”. Przed danymi wypowiedział się także A. Sławiński, który stwierdził, że RPP jest wciąż w fazie zacieśnienia. Zdaniem Sławińskiego, nawet spowolnienie aktywności gospodarczej (wynikające z czynników globalnych) nie zmniejsza presji na RPP, gdyż tempo wzrostu wynagrodzeń nieustannie przewyższa dynamikę produktywności pracy. Odmienny charakter wypowiedzi zaprezentował J. Czekaj (w wywiadzie przeprowadzonym przed publikacją danych o płacach). Jego zdaniem nie ma potrzeby podnoszenia stóp na marcowym posiedzeniu, choć decyzję uzależnił od napływających danych. Argumentacja Czekaja opierała się na zachowaniach innych banków centralnych oraz dysparytecie stóp procentowych. Pojawiła się także groźba pogorszenia konkurencyjności polskich towarów z uwagi na dywergencję tempa wzrostu wynagrodzeń i wydajności pracy.

*...po publikacji  
nieznaczne zaostrzenie  
stanowiska Czekaja i  
jastrzębia wypowiedź  
Wasilewskiej-Trenkner.*

Już po publikacji danych o płacach J. Czekaj stwierdził, że RPP jest nadal w fazie zacieśnienia monetarnego. Argumentem przeciw podwyżkom stóp procentowych mogłyby być pojawiające się symptomy spowolnienia. D. Filar zauważył z kolei, że szczyt inflacji może nastąpić dopiero w III kwartale z uwagi na napiętą sytuację na rynku pracy. Zdaniem H. Wasilewskiej-Trenkner wysokie płace oraz utrzymanie dynamiki produkcji przemysłowej na poziomie zbliżonym do stycznia będzie dobrym argumentem na rzecz podwyżki stóp w marcu. Członkini RPP zauważyła jednocześnie, że przy prowadzeniu polityki pieniężnej nie należy się sugerować działaniem innym banków centralnych, w szczególności Fed, ponieważ sytuacja w USA jest zgoła inna niż w Polsce. W wypowiedzi pojawiły się także ciekawe elementy konieczności koordynacji polityki pieniężnej i fiskalnej w świetle zapowiedzi wejścia Polski do ERM2 w 2009 roku. Być może kalendarz wzrostu stóp procentowych będzie musiał być skoordynowany z kalendarzem działań Ministerstwa Finansów.

*Kolejne dane będą  
sprzyjać oczekiwaniom  
na podwyżkę w marcu.*

Uważamy, że na marcowym posiedzeniu dojdzie do kolejnej podwyżki oprocentowania, do której argumentów dostarczą najbliższe publikacje danych ze sfery realnej (produkcja przemysłowa) oraz nominalnej (ceny producentów oraz inflacja bazowa).

## W lutym niewielka nadwyżka budżetowa

Jak podało Ministerstwo Finansów we wczorajszym komunikacie, budżet państwa w okresie styczeń-luty br. odnotował nadwyżkę w wysokości 21 mln zł (planowany deficyt na ten rok to 27 mld zł). Tak dobry wynik budżetu wynika z relatywnie wyższego wykonania dochodów (43,40 mld zł, a więc 15,4% kwoty zaplanowanej na ten rok) niż wydatków (43,38 mld zł, czyli tylko 14,0% tegorocznego planu). Gros dochodów budżetu w pierwszych dwóch miesiącach 2008 r. pochodziło z podatków pośrednich (prawie 31 mld zł, 18,8% planu na ten rok), natomiast najwyższą pozycją po stronie wydatków była jak dotąd subwencja dla samorządów (11 mld zł, 27,1% kwoty zaplanowanej w ustawie budżetowej).

## Dziś decyzja Fed – godzina 19.15

Dziś o godzinie 19.15 ogłoszona zostanie decyzja Fed w sprawie stóp procentowych. Do tej pory oczekiwaliśmy obniżki oprocentowania w wysokości 50 punktów bazowych. Za utrzymaniem 50-punktowych ruchów przemawia konieczność utrzymania wiarygodności banku centralnego oraz fakt, że obecnie główne problemy gospodarki amerykańskiej mają swoje korzenie na poziomie systemu bankowego i Fed stara się rozwiązywać za pomocą instrumentów zwiększających bezpośrednio płynność uczestników rynku.

Pogarszające się dane ze sfery realnej (słaba sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa w lutym, pogarszająca się sytuacja na rynku pracy oraz bardzo niskie wskazania indeksu NY Fed Index) oraz niższa inflacja sprawiły, że skala oczekiwanej obniżki oprocentowania rozszerzyła się nawet do 100 punktów bazowych. Biorąc pod uwagę ograniczone środki w bilansie Fed, akcje typowo regulujące płynność będą wspierane przez obniżki stopy *Fed funds* (ma ona obecnie mniejszą siłę oddziaływania, gdyż banki bardzo niechętnie pożyczają sobie środki). Nie uważamy jednak, że skala dzisiejszej obniżki przekroczy 75 punktów bazowych.

### Posiedzenie RPP, 26. marca

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

\* OIS – Overnight Index Swap

## Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,5613	2,2560

EUR/USD 1,5780 EUR/JPY 153,30 EUR/PLN 3,5370 USD/PLN 2,2415

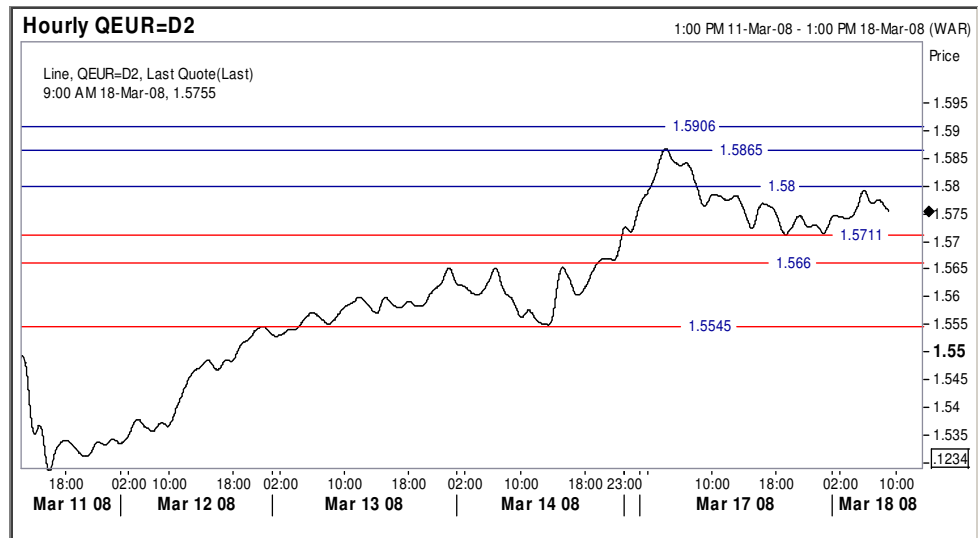
*Realizacja zysków zadecydowała o korekcie EUR/USD (1,5715); sentyment rynku wobec gosp. USA nadal pozostaje negatywny, jednakże przed decyzją Fed prawdopodobna wydaje się konsolidacja w paśmie 1,57-1,58. Dalsze osłabienie dolara w średnim terminie jest głównym scenariuszem, działania Fed nie poprawią bowiem wiarygodności rynku oraz polityki kredytowej w USA w krótkim terminie, perspektywa następnym „trupów w szafie” po upadku Bear Sterns’a będzie zachęcała do ucieczki od dolara.*

*Awersja do ryzyka ustąpiła nieznacznie dzięki korekcie EUR/USD, umocnieniu złotego sprzyjały zlecenia eksporterów powyżej 3,55 EUR/PLN... oraz podtrzymanie oczekiwań na podwyżki stóp w Polsce. Możliwy wydaje się test poziomu wsparcia 3,5300/3,5290 (ewent. 3,5220/00) jednakże sentyment na rynkach bazowych po decyzji Fed będzie kluczowy dla trendu w średnim terminie. Postępujący kryzys „dolara” może spowodować dalszą redukcję pozycji na rynkach wschodzących – a tym samym osłabienie złotego .*

## Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Realizacja zysków na długich pozycjach w euro ograniczyła wyprzedzą USD; do czasu decyzji Fed prawdopodobna konsolidacja w paśmie 1,5700-1,5800. Rozczarowanie inwestorów może przynieść kolejną próbę przełamania 1,5900/05 (ewent. 1,60) w trakcie kolejnych sesji. Poniżej 1,5660 możliwe zlecenia stop-loss (silny poziom wsparcia ok. 1,5540/50).

wsparcie	opór
1,5710	1,5905
1,5660	1,5865
1,5545	1,5800

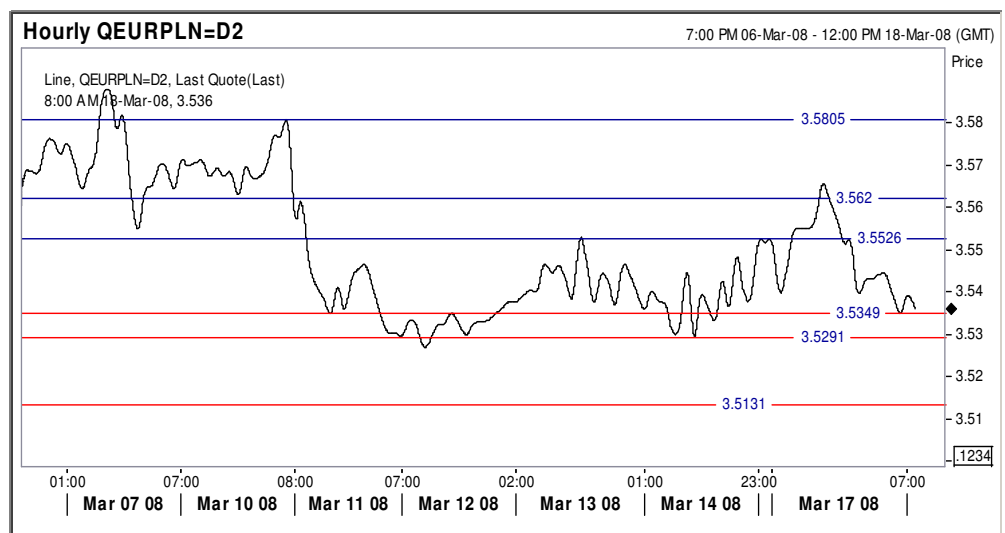


Źródło: Reuter

## Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Oferty sprzedaży eksporterów powyżej 3,55 EUR/PLN ograniczyły skalę osłabienia złotego, a wraz z korektą na relacji EUR/USD złoty zaczął odrabiać straty. Dalsze umocnienie złotego jest uzależnione od sentymentu wzg. regionu. Silny poziom wsparcia ok. 3,5300/3,5290.

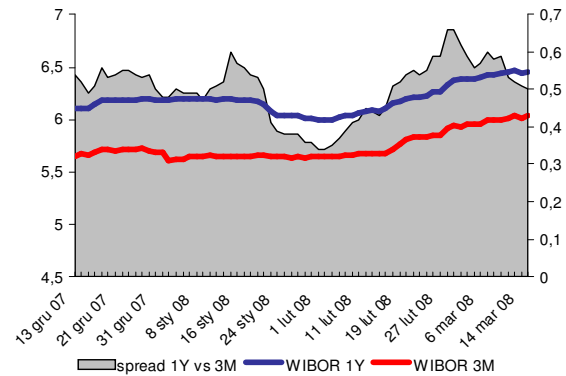
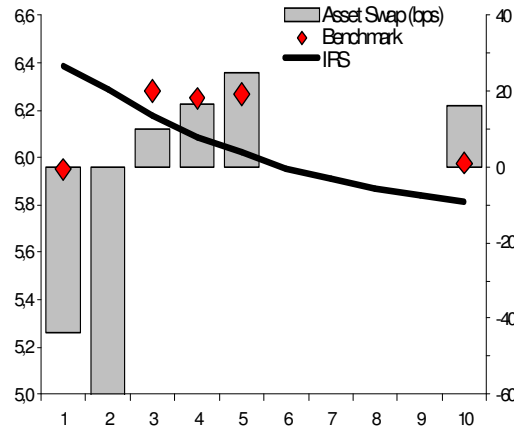
wsparcie	opór
3,5350	3,5805
3,5290	3,5620
3,5130	3,5525



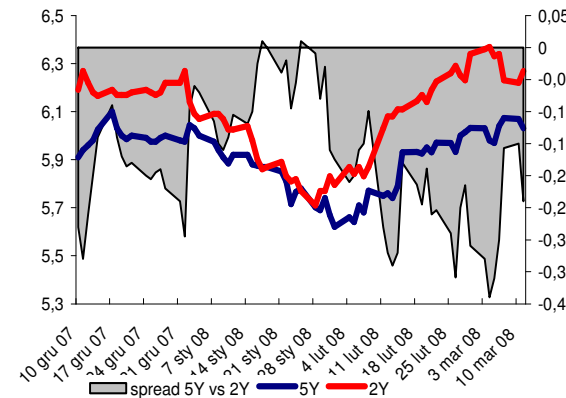
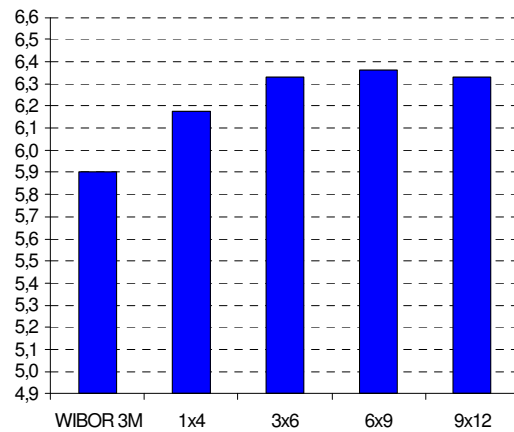
Źródło: Reuters

## Rynek stopy procentowej, Złoty

IFS	BID	ASK
1Y	6,37	6,41
2Y	6,27	6,31
3Y	6,16	6,20
4Y	6,07	6,10
5Y	6,00	6,04
6Y	5,93	5,98
7Y	5,89	5,93
8Y	5,85	5,89
9Y	5,82	5,86
10Y	5,80	5,84



depo	BID	ASK
ON	5,55	5,75
1M	5,50	5,60
3M	5,80	5,90
FRA	BID	ASK
1x2	5,85	5,90
1x4	6,13	6,18
3x6	6,27	6,33
6x9	6,31	6,36
9x12	6,28	6,33



KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPRIEDNIO
USA	13:30	PPI m/m	Luty	-	0,4%	1,0%
USA	13:30	Housing starts	Luty	-	0,995 mln	1,01 mln
USA	13:30	Building Permits	Luty	-	1,02 mln	1,06 mln
USA	19:15	Decyzja Fed	-	-	2,25%	3,0%

### UWAGA!

NINIEJSZE OPRACOWANIE STANOWI WYRAZ NAJLEPSZEJ WIEDZY AUTORÓW OPARTEJ 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 UPRIEDZIEGO 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 POPRZEDNIEGO 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 UPRIEDZONĄ PISEMNO ZGODĄ AUTORÓW.