



JACEK KOTŁOWSKI TEL. 829 0183
ERNEST PYTLARCYK TEL. 829 0166
ARTUR ULBRICH TEL. 829 1207
WOJCIECH TRZEPIZUR TEL. 829 0188
E-MAIL: research@brebank.com.pl

STRON: 5

Makroekonomia

Inflacja zgodna z oczekiwaniami, wyższy wzrost wynagrodzeń

Wzrost inflacji spowodowany dużymi wzrostami cen żywności, spadły natomiast ceny paliw (pomimo wzrostu akcyzy)

Dane o inflacji mają charakter wstępny, w marcu możliwa jest rewizja po zmianie systemu wag

Wzrost wynagrodzeń zawyżony przez premie w KGHM, ale trend ponownie powyżej 6%

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami roczny **wskaźnik inflacji wzrósł w styczniu do 1,7% z 1,4%** zanotowanych w grudniu 2006. Należy jednak podkreślić, że wzrost wskaźnika inflacji spowodowany był przede wszystkim dużymi wzrostami cen żywności (1,3% m/m i 2,8% r/r). W skali miesiąca spadły natomiast ceny paliw i transportu. Oznacza to, że spadki cen ropy na rynkach światowych zrównoważyły wpływ wyższej akcyzy. Tradycyjnie już odnotowano znaczny spadek cen w kategoriach odzież i obuwie, co potwierdza deflacyjny wpływ zwiększonej otwartości polskiej gospodarki. **Według naszych wstępnych szacunków inflacja netto mogła w styczniu wynieść 1,6-1,7% r/r.** Oznaczałoby to, że presja popytowa na wzrost cen jest nadal bardzo niewielka a trend inflacji pod kontrolą. Należy podkreślić, że opublikowane dziś dane mają charakter wstępny i mogą ulec zmianie, po dokonaniu corocznej zmiany systemu wag, który stanowi struktura wydatków gospodarstw domowych z roku poprzedniego. Dane ostateczne, jak również szczegółowe rozbięcie inflacji poznamy w marcu.

Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wyniosło w styczniu 2663,55 zł, co oznacza wzrost o 7,8% r/r (prognoza BRE=7,2%; konsensus=6,6%). Oprócz tradycyjnych w ostatnich miesiącach efektów jednorazowych (premia w KGHM dodała ok. 1,2 p.proc. do rocznego wskaźnika) wyższy wzrost wynagrodzeń jest prawdopodobnie związany również z przyspieszeniem wzrostu płac w całej gospodarce, wzrost wynagrodzeń oczyszczony z tych efektów drugi miesiąc z rzędu przekroczył 6%. Trend ten będzie naszym zdaniem kontynuowany w następnych miesiącach. **W lutym wprowadzie dynamika wynagrodzeń powinna być wyraźnie niższa (ok. 4,5-5,0% r/r), ale ponownie będzie to związane z jednorazowymi przesunięciami** (rok temu w lutym nastąpiły wypłaty premii w górnictwie).

Zatrudnienie w przedsiębiorstwach wzrosło w styczniu o 3,8% r/r. Jest to wynik wyraźnie niższy niż nasza prognoza (BRE=4,4%; konsensus=4,2%). Analizując dane styczniowe trzeba pamiętać jednak o tym, że w styczniu GUS dokonuje zmiany próby badanych przedsiębiorstw, m.in. obejmując badaniem przedsiębiorstwa, które próg 9 zatrudnionych przekroczyły w ub. roku. W ostatnich 2 latach prowadziło to do skokowego wzrostu raportowanego za-trudnienia w styczniu o 50-60 tys., wbrew naszym oczekiwaniam efekt ten w tym roku nie był silniejszy (wzrost wyniósł 53 tys.). Słabsze dane nie zmieniają więc bardzo pozytywnej sytuacji na rynku pracy, sądzimy że w następnych miesiącach wzrost zatrudnienia nadal będzie wynosił ok. 4%.

Wczorajsze dane nie zmieniają naszego poglądu na sferę nominalną w gospodarce oraz decyzje RPP. Rada najprawdopodobniej utwierdzi się w przekonaniu, że inflacja nadal pozostaje pod kontrolą. Dlatego podtrzymujemy naszą opinię, że stopy procentowe w tym roku nie ulegną zmianie.

Członkowie RPP o presji inflacyjnej i stopach

Członków RPP zdaje się niepokoić wysoki wzrost płac

Publikacja danych o inflacji i rynku pracy stała się okazją do prezentacji poglądów członków RPP. Tym razem poglądy swe zaprezentowali H. Wasilewska-Trenkner, S. Nieckarz, M. Pietrewicz oraz J. Czekaj.

Członków Rady zdaje się niepokoić wysoki wzrost płac, jednak nadal nie ma w Radzie zgodności co do tego, kiedy przełoży się on na wzrost inflacji i kiedy RPP powinna podnosić stopy.

Zdaniem S. Nieckarza 2007 rok będzie kolejnym rokiem, w którym wzrostowi PKB nie towarzyszy presja inflacyjna. Problemy z presją inflacyjną mogą wystąpić jego zdaniem dopiero w IV 2008 roku, kiedy to obniżeniu tempa wzrostu PKB może nie towarzyszyć ograniczenie żądań płacowych. Podwyżka stóp w 2007 roku jest mało prawdopodobna, a inflacja może trwale przekroczyć 2,5% dopiero na koniec 2008 roku. Podwyżka stóp będzie zdaniem S. Nieckarza możliwa najwcześniej na początku 2008 roku, jeśli zrealizują się ryzyka inflacyjne (głównie potwierdzony zostanie wpływ wyższych płac na presję inflacyjną).

Najnowsze dane nie zaskoczyły również J. Czekaja. Jego zdaniem dane te nie przybliżają podwyżki stóp (przed publikacją danych Czekaj stwierdził, że nie widzi konieczności podwyżek w 2007 roku). Pewne zaniepokojenie członka RPP budzi natomiast wzrost płac. Podkreśla on jednak, że należy najpierw określić, czy mamy do czynienia z trwałą tendencją. Podobne **zaniepokojenie wzrostem płac pojawiło się w wypowiedzi M. Pietrewicza.**

Do podwyżki stóp otwarcie nawołuje H. Wasilewska-Trenkner. Jej zdaniem wzrost płac jest niepokojąco mocny i stwarza „atmosferę zagrożenia presją inflacyjną”.

Nadwyżka budżetowa po styczniu 3,1 mld

Nadwyżka budżetowa dzięki bardzo wysokim dochodom w podatków pośrednich

Styczniowa nadwyżka budżetowa wyniosła 3,1 mld PLN i okazała się znacznie wyższa niż wstępnie zapewniali przedstawiciele MF. Nadwyżka była możliwa dzięki bardzo wysokim dochodom z podatków pośrednich – akcyzy (w styczniu zrealizowano aż 13,3% rocznego planu) oraz VAT (z grudnia 2006 przesunięto prawdopodobnie ok. 2 mld PLN). Procentowa realizacja dochodów z PIT oraz CIT w styczniu była zbliżona do poprzedniego roku. Niższe niż w ubiegłych latach było natomiast wykonanie wydatków po styczniu – 7,4% rocznego limitu (wcześniej zawsze przekraczało ono 8%). **Szczegółowe dane opublikowane wczoraj przez MF potwierdzają nasze przewidywania, że nie ma istotnych zagrożeń w realizacji tegorocznego budżetu.** Trzeba ponadto zwrócić uwagę na wysoką poduszkę płynnościową, co dodatkowo pozwala na ograniczanie potrzeb pożyczkowych w najbliższych miesiącach.

Premier chce obniżenia składek na ubezpieczenia społeczne od połowy roku

Premier J. Kaczyński zapowiedział wczoraj ponadto, że rząd będzie chciał już w połowie roku obniżyć składki na ubezpieczenia rentowe. Wg wcześniejszych zapowiedzi MF, obniżka miałaby wynieść 3 pkt proc. (z 13% do 10%). **Taka obniżka oznaczałaby spadek tegorocznych wpływów do FUS o ok. 3 mld**, o taką samą kwotę powinna wzrosnąć dotacja budżetowa do tej instytucji. Zważywszy na tak dobre wykonanie budżetu, znalezienie takich środków jest możliwe (choćby przez dalsze wstrzymywanie wydatków majątkowych). Problemem natomiast może być przekonanie do takiego pomysłu partnerów koalicyjnych, którzy prawdopodobnie będą nalegali na przeznaczenie nadwyżki budżetowej na bieżące wydatki prospołeczne.

Wysoka produkcja samochodów w styczniu

Instytut Samar podał, że w styczniu wyprodukowano w Polsce 55973 samochodów osobowych (16,1% więcej niż przed rokiem) oraz 8466 samochodów dostawczych (5,5% mniej niż przed rokiem). Łączny wynik jest lepszy od naszych oczekiwań, podnosimy

prognozę produkcji przemysłowej w styczniu do 12,5% r/r. GUS dane o produkcji opublikuje w najbliższy poniedziałek.

Rynek walutowy

FIXING NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,8898	2,9943

Dzisiejsze poziomy otwarcia:

EUR/USD 1,3135 EUR/JPY 156,70 EUR/PLN 3,9100 USD/PLN 2,9770 (-19,6% wzg. koszyka). Publikacja (niespodziewanie) korzystnych danych makro w Japonii dostarczyła inwestorom pretekstu do wyprzedaży USD/JPY (119,80) oraz EUR/JPY (157,35), wzrost japońskiego PKB w Q4 o 1,2% zwiększył prawdopodobieństwo podwyżki stóp przez BoJ (na posiedzeniu 20/21 lutego). Obrona poziomu wsparcia 119,80 USD/JPY w trakcie sesji europejskiej oraz powrót popytu na EUR/JPY (158,03) powstrzymały aprecjację jena, jednakże jedynie na krótko; pod koniec sesji po publikacji słabszych danych makro z USA odwracanie tradycyjnych pozycji „carry” na jenie przybrało na sile; kurs EUR/JPY zniżkował do poziomu 156,98 a USD/JPY odp. do 119,44 (uruchamiając stoplosy poniżej 119,80). Kurs EUR/USD pozostawał stabilny przez większą część sesji europejskiej (1,3120-50), dopiero publikacja słabszych od oczekiwań figur z USA dostarczyła impulsu do wyprzedaży dolara. Liczba nowych bezrobotnych w USA wzrosła do 357,000.. zdecydowanie rozczarowały dane dot. przepływu kapitału netto (-11 mld USD) oraz produkcji przemysłowej (-0,5% m/m). Kurs EUR/USD zwyżkował do poziomu 1,3174 jednakże realizacja zysków na dziennych pozycjach zadecydowała o powrocie euro do poprzedniego pasma wahań. Poprawa nastrojów na rynkach wschodzących po stosunkowo łagodnej w tonie wypowiedzi Bernanke przyczyniła się do umocnienia złotego na początku sesji; kurs EUR/PLN zniżkował do poziomu 3,8915/45 (USD/PLN 2,9650). Przełamanie wsparcia 3,90 EUR/PLN okazało się jednak nietrwałe, popyt na euro ze strony inwestorów zagranicznych zadecydował o powrocie do pasma 3,9000-70. Na ograniczenie optymizmu wzg. złotego oraz CE4 wpłynęła odnowiona spekulacja odnośnie polityki BoJ (tj. prawdopodobieństwa podwyżek stóp w Japonii) oraz mniej emocjonalna analiza wystąpienia prezesa Fed (który pozostawił sobie otwarte drzwi w przypadku wzrostu presji inflacyjnej). Publikacja polskich danych makro (inflacja 1,7% r/r) nie zaskoczyła inwestorów, przyczyniając się jednak do nieznacznego umocnienia złotego (3,8975 EUR/PLN). Zlecenia sprzedaży złotego pod koniec sesji (NY) spowodowały wzrost kursu EUR/PLN do poziomu 3,9150 (USD/PLN 2,9780).

Powstrzymanie trendu wzrostowego EUR/USD ok. 1,3150/70 stwarza możliwość korekty (celem byłoby 1,3100/1,3070) jednakże zaskakująco słabe dane makro z USA oraz pogłoski dot. wyprzedaży Treasuries (Chiny) sugerują dalsze osłabienie dolara w najbliższym okresie. Przełamanie oporu 1,3170/80 otwiera drogę na 1,3210/1,3260 (silny poziom oporu), pretekstu mogą dostarczyć dzisiejsze dane makro z USA. Złoty – pomimo osłabienia dolara oraz oczekiwań wzg. Fed – nie był w stanie przełamać kluczowego poziomu wsparcia 3,8950/3,8900 tracąc na wartości wzg. pozostałych walut regionu CE4; wobec braku nowych impulsów prawdopodobna wydaje się dalsza konsolidacja w paśmie 3,8900-3,9250 EUR/PLN (powyżej 3,9200/50 możliwe zlecenia stop-loss).

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Konsolidacja poniżej 1,3150/70 sugeruje możliwość korekty (1,3100 / 1,3070) jednakże dopiero złamanie wsparcia 1,3040 neguje scenariusz dalszego wzrostu euro; przełamanie oporu 1,3210 otwiera drogę na kluczowy poziom 1,3260.

wsparcie	opór
1,3100	1,3260
1,3070	1,3210
1,3040	1,3170



Źródło: Reuters

Krótkoterminowe prognozy, Złoty

EURPLN	
SPOT	3,9078 3,9108
ATM	BID ASK
1 W	7,00 8,00
1 M	6,85 7,85
2 M	6,85 7,85
3 M	6,75 7,75
6 M	6,80 7,50
1 Y	6,75 7,45
DELTA = 25	
	1 M 1 Y
RR	1,30 1,45
Fly	0,30 0,40

„Odbicie” od poziomu wsparcia 3,8900 EUR/PLN oraz konsolidacja powyżej 3,90 negują scenariusz bezpośredniego umocnienia złotego w krótkim terminie; prawdopodobny wydaje się ponowny test poziomów oporu 3,9160/3,9250 (możliwe zlecenia s/l powyżej 3,9200); przełamanie otwiera drogę na 3,9400.

wsparcie	opór
3,9000	3,9400
3,8900	3,9250
3,8750/00	3,9160

USDPLN	
SPOT	2,9713 2,9743
ATM	BID ASK
1 W	9,30 10,30
1 M	8,80 9,80
2 M	8,80 9,80
3 M	8,80 9,80
6 M	9,00 9,70
1 Y	9,00 9,70
DELTA = 25	
	1 M 1 Y
RR	1,30 1,35
Fly	0,40 0,65



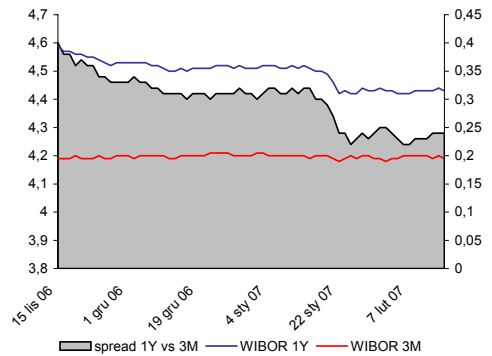
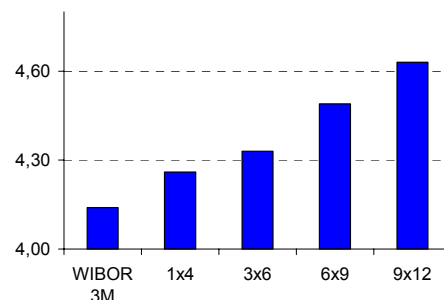
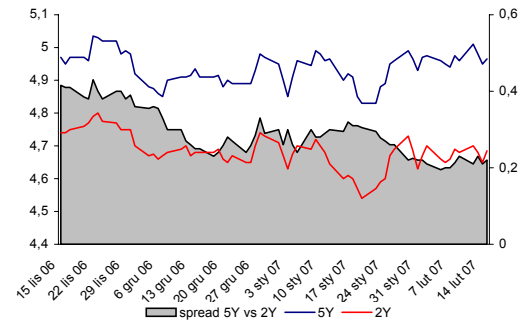
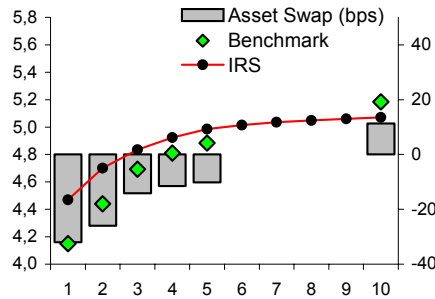
Źródło: Reuters

Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	4,40	4,52
2Y	4,65	4,75
3Y	4,80	4,89
4Y	4,89	4,98
5Y	4,94	5,03
6Y	4,98	5,07
7Y	5,00	5,09
8Y	5,01	5,11
9Y	5,02	5,12
10Y	5,03	5,13

depo	BID	ASK
ON	3,91	4,11
1M	4,01	4,11
3M	4,04	4,14

FRA	BID	ASK
1x2	4,10	4,15
1x4	4,20	4,26
3x6	4,27	4,33
6x9	4,43	4,49
9x12	4,57	4,63



Najważniejsze wydarzenia i publikacje danych makroekonomicznych piątek, 16 lutego 2007

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSSENSUS	POPZEDNIO
EMU	11:00	Bilans handlowy	Grudzień	-	2,5 mld EUR	3,1 mld EUR
USA	14:30	Ceny produkcji	Styczeń	-	-0,5%	0,9%
USA	14:30	Nowe inwestycje budowlane	Styczeń	-	1,6 mld	1,642 mld
USA	16:00	Indeks U. Michigan	luty	-	97,0	96,9

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. BANK NIE PONOSI ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA SKUTKI DECYZJI PODJĘTYCH NA PODSTAWIE POWYŻSZEGO OPRACOWANIA I ZAWARTYCH W NIM TREŚCI. KWOTOWANIA ZAWARTE W DOKUMENCIE SĄ ŚREDNIMI POZIOMAMI ZAMKNIĘCIA RYNKU MIĘDZYPANKOWEGO Z DNIA POPRZEDNIEGO I MAJĄ CHARAKTER WYŁĄCZNIE INFORMACYJNY, NIE SĄ ZATEM OFERTĄ KUPNA LUB SPRZEDAŻY WYMIENIONYCH W NIM INSTRUMENTÓW ANI TEŻ PROPOZYCJĄ DOKONANIA JAKIEJKOLWIEK INWESTYCJI. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRZEDNIĄ ZGODĄ AUTORÓW.