



BRE BANK SA

NAJLEPSZA INSTYTUCJA FINANSOWA  
DLA WYMAGAJĄCYCH KLIENTÓW



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

**Daily Letter**

**piątek, 16 marca 2007**

STRON: 5

## Makroekonomia

### Prof. Wojtyna zapowiada podwyżki stóp procentowych w I połowie roku, J. Czeka ocenia, że szanse na podwyżki są większe niż na obniżki

*A. Wojtyna: rynek źle odebrał „jastrzębi” sygnał w komunikacie*

Członek RPP profesor Wojtyna wyraził się tak dosłownie jak tylko mogliśmy to sobie wyobrazić stwierdzając „**Rośnie prawdopodobieństwo podwyżek stóp procentowych w pierwszym półroczu 2007 roku, skala zacieśnienia powinna być jednakże umiarkowana**”. Ustosunkował się on również do ostatniego komunikatu Rady stwierdzając, że *„Taki [jastrzębi] sygnał daliśmy w ostatnim komunikacie, aczkolwiek z reakcji wielu analityków wynika, że ten sygnał nie był jednoznaczny i został odebrany przez nich jako mniej, a nie bardziej jastrzębi. Nie było to zgodne z naszymi intencjami”*.

W dalszej części wywiadu pojawiły się bardziej stonowane uwagi świadczące o tym, że zdaniem profesora nie można mówić jeszcze o przegrzaniu gospodarki i że konsumenci znaczną część dochodów lokują w oszczędnościach. Ponadto prof. Wojtyna zauważył, że wpływ globalizacji hamuje wzrost inflacji a podkreślając istotność procesów zachodzących na rynku pracy wskazał, że związki zawodowe negocjując płacę posiadają świadomość, że zbyt wygórowane żądania płacowe mogą prowadzić do redukcji zatrudnienia w przyszłości.

Naszym zdaniem zrównoważenie popytu i podaży na pracę, a nawet popyt przekraczający podaż w niektórych sektorach będą sprzyjać wysokim żądaniom płacowym (patrz kawałek poniżej o płacach i zatrudnieniu za luty).

Wypowiedź J. Czeka była, powiedzmy, bardziej typowa dla tego przedstawiciela RPP. J. Czeka co prawda stwierdził, że szanse na podwyżki stóp są większe niż na obniżki ale zaakcentował, że płace rosną nadal wolniej niż wydajność pracy, co zdejmuje presję na wzrost cen.

Z wczorajszych wypowiedzi, a z wypowiedzi profesora Wojtyny w szczególności, płyną następujące wnioski:

**RPP zaniepokojona jest, że rynek i analitycy nietrafnie zinterpretowali wydźwięk komunikatu po ostatnim posiedzeniu.** Pytaniem otwartym pozostaje, czy jastrzębie wypowiedzi przełożą się na rychłą decyzję Rady. **Na chwilę obecną stwierdzenie „rośnie prawdopodobieństwo podwyżek stóp procentowych w pierwszym półroczu 2007 roku” wskazywać może na podwyżkę stóp procentowych w kwietniu.** Wtedy to opublikowana zostanie nowa projekcja inflacyjna, a wcześniej poznamy inflację za marzec, która według naszych szacunków może wynieść nawet 2,3% (ze względu na ceny paliw i żywności). Szanse na kwietniową podwyżkę oceniamy na tylko nieco niższe niż 50%. Wierzymy, że wypowiedź prof. Wojtyny sugeruje uważniejszą lekturę kolejnych komunikatów Rady. RPP wzorując się na wiodących bankach centralnych zwróci szczególną uwagę na jasność komunikatu i umieszczonych w nim sugestii co do prowadzenia dalszej polityki monetarnej. **Jeśli zatem intencją Rady będzie podwyżka stóp w kwietniu w komunikacie marcowym pojawi się b. dosłowna zapowiedź tej podwyżki** np.:

*Wypowiedź prof. Wojtyny wskazuje na konieczność uważnej lektury komunikatów RPP*

stwierdzenie, że stopy procentowe są za nisko. Jeśli nic takiego się nie pojawi zapomnimy o podwyżkach w tym roku.

## 10,1% wykonania deficytu po lutym

*Wykonanie deficytu w lutym jest pogarszane jednorazowymi wydatkami*

**Wg szacunkowego wykonania budżetu, po lutym deficyt wynosił 3,03 mld PLN, co stanowi 10,1% rocznego limitu.** W samym lutym deficyt wyniósł 6,1 mld, co zważywszy na sezonowo wysokie wydatki w lutym (wyższa składka unijna i subwencja edukacyjna dla samorządów), należy uznać za bardzo dobry wynik. Dochody budżetowe od początku roku są realizowane bez przeszkód – we wszystkich kategoriach podatkowych realizacja planu jest wyższa od tej zanotowanej w ub. roku (wpływy z podatków pośrednich przekroczyły już 20% planu). Dane wskazują również na wyraźne oszczędności – wydatki budżetowe wyniosły po lutym 15,9% limitu (17,1% rok temu), m.in. istotnie ograniczane są dotacje do FUS oraz FER, bardzo niskie były ponadto koszty obsługi długu krajowego – po lutym jedynie 2,8% limitu. Dane są kolejnym potwierdzeniem doskonałej sytuacji budżetowej na początku roku, **realizacja harmonogramu przedstawionego na początku miesiąca jest naszym zdaniem niezagrożona.**

## Wyższy niż oczekiwaliśmy wzrost wynagrodzeń

Przeciętne wynagrodzenie w przedsiębiorstwach w lutym wzrosło w porównaniu z ub. rokiem o 6,4%, co jest zbliżone do konsensusu (6,5%), natomiast wyraźnie powyżej naszej prognozy (4,8%). **Naszym zdaniem dynamika wynagrodzeń w lutym powinna być zaniżona ze względu na wypłaty premii w lutym ub. roku, co może oznaczać wzrost oczyszczony z tych efektów wyraźnie powyżej 7%** (dane sektorowe, które pozwolą na weryfikację tej hipotezy będą opublikowane za tydzień). Również wzrost zatrudnienia (4,3% r/r) wyraźnie przekroczył oczekiwania nasze oraz rynku (3,9%). **Sądzimy, że tak wysoki wzrost zatrudnienia musi wywołać silniejszą presję na wzrost płac, w części sektorów (budownictwo) efekt ten widoczny jest już od kilku kwartałów.** W takiej sytuacji zawężenie luki pomiędzy wzrostami wydajności i płac (czyli wolniejsze spadki ULC w sektorze produkcyjnym) wydaje się nieuniknione, co może wpłynąć na ton komentarzy przedstawicieli RPP.

## Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,8926	2,9469

**Dzisiejsze poziomy otwarcia:** EUR/USD 1,33304, EUR/PLN 3,9033 USD/PLN 2,9426 (-18,98% wzg. koszyka).

*Dolar najsłabszy od ponad trzech miesięcy wobec koszyka walut. Osłabienie nastąpiło po publikacji danych o PPI dla Stanów i możliwym negatywnym wpływie wyższych cen i w dalszej kolejności opóźnienia obniżek stóp procentowych na giełdę. Nieznaczne umocnienie dolara nastąpiło dopiero w ślad za wzrostami amerykańskich indeksów giełdowych, aby w trakcie japońskiej sesji dolar znów się osłabił. Inwestorzy ciągle zaniepokojeni groźbą recesji w USA i sytuacją na rynku nieruchomości w szczególności.*

*Nie bagatelizujemy wpływu dzisiejszych danych o inflacji na dolara. W tym wypadku niższa inflacja może być tłumaczona tradycyjnie jako zapowiedź redukcji stóp procentowych i zmniejszenia dysparytetu stóp procentowych. Na pierwszym planie pozostaną jednak dane odnoszące się do perspektyw dla sfery realnej. Dziś będzie to indeks Michigan.*

W czasie dalekowschodniej sesji euro wzrosło do poziomu 1,3310 wobec dolara. Większość

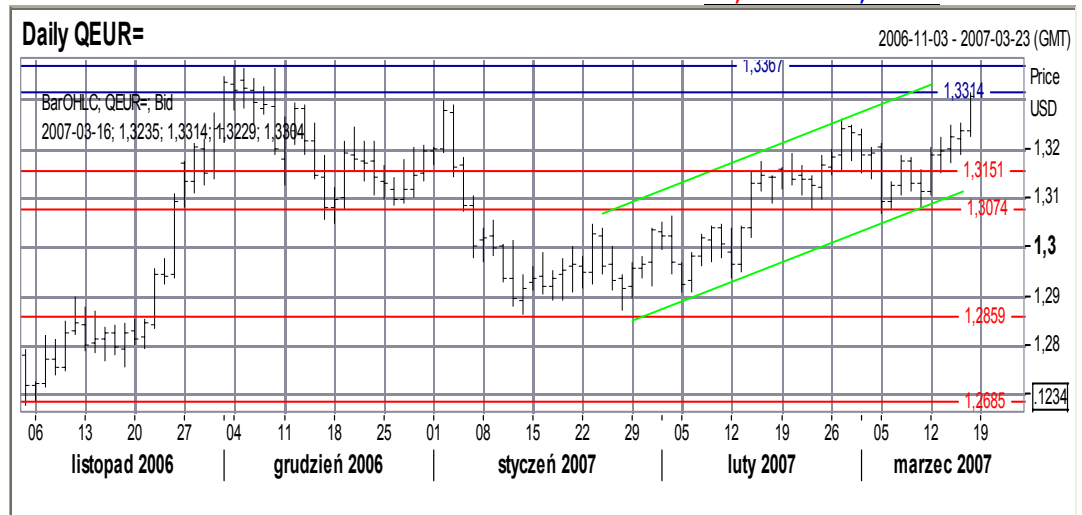
walut z rynków bazowych osłabiło się jednak do jena. Powód to wzrost awersji do ryzyka, odwracanie *carry trades* i wyprzedaż walut *emerging markets* tym silniejsza, iż nastąpiło ich znaczne umocnienie w pierwszej połowie tygodnia.

Wczorajsze wypowiedzi członków RPP, prof. Wojtyny zwłaszcza, nie miały większego wpływu na kurs złotego, pomimo, iż prawdopodobieństwo rychłych podwyżek stóp procentowych wyraźnie wzrosło. Nadal brak dużych zleceń w kierunku umocnienia złotego, nie sprzyja temu również globalna awersja do ryzyka.

### Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Dolar testował będzie poziom oporu 1,3314. Jednak średniookresowa równowaga na poziomie 1,31 powoduje, że trwałe przebicie tego oporu jest mało prawdopodobne.

wsparcie	opór
1,3074	1,3314
1,2859	1,337
1,2685	1,348



Źródło: Reuters

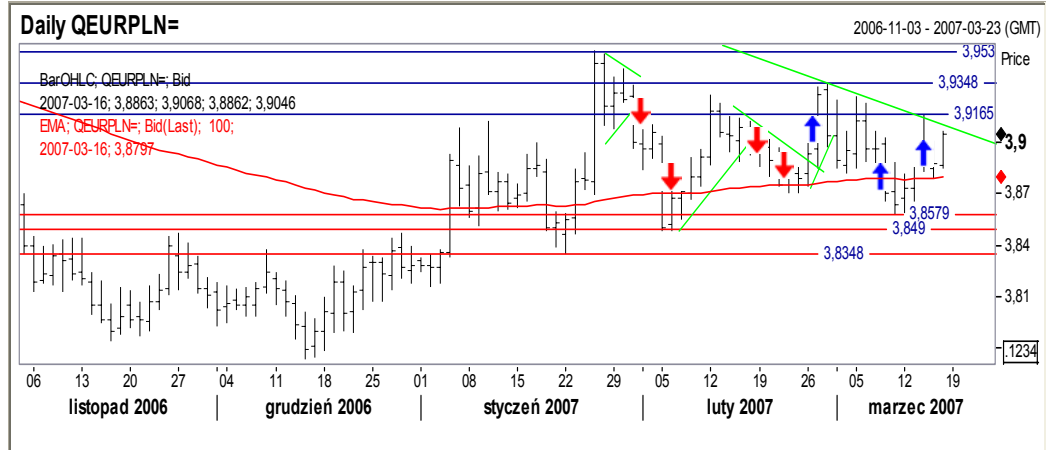
### Krótkoterminowe prognozy, Złoty

	EURPLN	
SPOT	2,9340	2,9370
ATM	BID	ASK
1 W	6,70	7,70

Złoty prawdopodobnie tradowany będzie w wąskim przedziale 3,89-3,91.

wsparcie	opór
3,8579	3,9166
3,849	3,9318
3,8318	3,9530

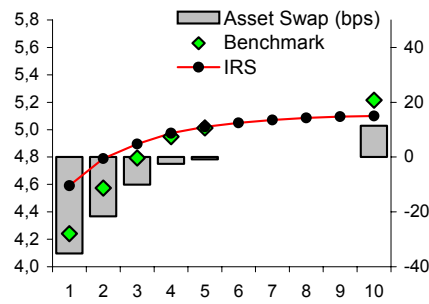
USDPLN		
SPOT	3,9029	3,9060
ATM	BID	ASK
1 W	8,60	9,60
1 M	8,60	9,60
2 M	8,60	9,60
3 M	8,50	9,50
6 M	8,65	9,35
1 Y	8,55	9,25
DELTA = 25		
	1 M	1 Y
RR	1,30	1,35
Fly	0,40	0,65



Źródło: Reuters

## Rynek stopy procentowej, Złoty

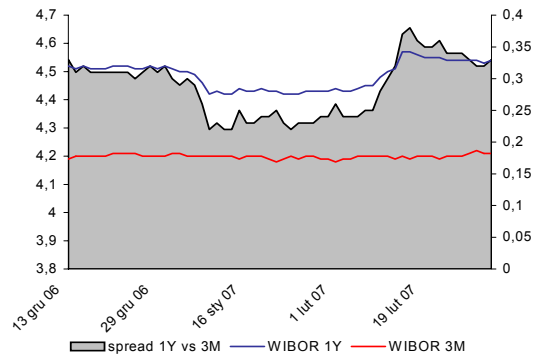
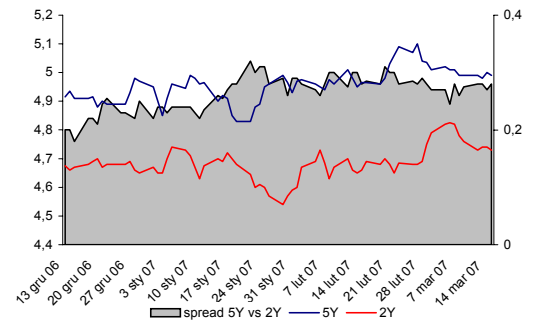
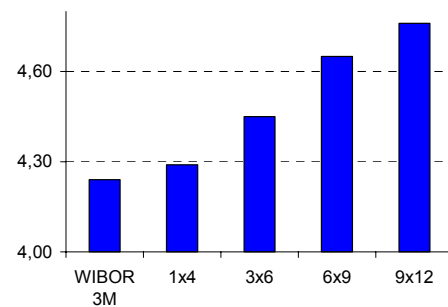
IRS	BID	ASK
1Y	4,54	4,62
2Y	4,74	4,84
3Y	4,85	4,95
4Y	4,93	5,03
5Y	4,97	5,07
6Y	5,00	5,10
7Y	5,02	5,12
8Y	5,04	5,14
9Y	5,05	5,15
10Y	5,05	5,15



depo	BID	ASK
ON	4,00	4,10
1M	4,02	4,06
3M	4,04	4,24

FRA	BID	ASK
1x2	4,13	4,17
1x4	4,25	4,29
3x6	4,41	4,45
6x9	4,61	4,65
9x12	4,72	4,76



**Najważniejsze wydarzenia i publikacje danych makroekonomicznych piątek, 16 marca 2007**

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
USA	13:30	Inflacja	Luty	-	0,3%	0,2%
USA	14:15	Produkcja przemysłowa	Luty	-	0,2%	-0,5%
USA	15:00	Indeks Michigan	Marzec	-	90,0	91,3

**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 MIĘDZYBANKOWEGO 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 UPZEDNIĄ ZGODĄ AUTORÓW.*