



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

## Makroekonomia

### Alarm z rynku pracy

*Dane z rynku pracy to po marcowej inflacji kolejna informacja wskazująca na silniejsze ryzyka inflacyjne, nieuwzględniona w końcowej właśnie projekcji inflacyjnej.*

Roczna dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw wzrosła w marcu do 9,1% (nasza prognoza 6,8%, konsensus 6,4%). Miesiąc temu było to „zaledwie” 6,4%. **Jak sądzimy, tak wysokie wzrosty płac to przede wszystkim (odłożony) efekt bardzo szybko rosnącego popytu na pracę (bez dokładnych danych sektorowych nie możemy jednak całkowicie wykluczyć jednorazowych wypłat premii).** Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw natomiast wzrosło aż o 4,5% r/r. Tak wysokie wzrosty płac oznaczają wzrost dynamiki jednostkowych kosztów pracy, a w dalszej perspektywie wzrost presji na wzrost cen producentów. Wzrost funduszu płac (wysokie płace i wzrost zatrudnienie) dodatkowo generuje impuls popytowy i naszym zdaniem znacznie zmieni strukturę wzrostu PKB w 2007 roku. Oczekujemy więc przekraczających 6% dynamik konsumpcji (jednym słowem boomu konsumpcyjnego). Wszystkie te czynniki mogą doprowadzić do znacznie szybszego niż oczekiwano wzrostu *headline inflation*. **Podkreślamy przy tym, że wczorajsze dane to kolejna, po inflacji w marcu, informacja wskazująca na silniejsze ryzyka inflacyjne, nieuwzględniona w końcowej właśnie projekcji inflacyjnej. Skutkiem tego może być naszym zdaniem „zagęszczenie” podwyżek stóp procentowych i większa ich skala. Wobec tego rośnie prawdopodobieństwo, że po kwietniowej podwyżce kolejna mogłaby nastąpić już w czerwcu.**

### A. Sławiński: jedna podwyżka nie zaszkodzi wzrostowi

*Zważywszy na wczorajsze dane obawy prof. Sławińskiego, że wysokie tempo wzrostu oznacza reperkusje dla rynku pracy właśnie się realizują*

Jeszcze przed publikacją danych z rynku pracy, opublikowano wywiad z członkiem RPP prof. A. Sławińskim. Jego zdaniem, perspektywy inflacyjne pozostają względnie korzystne, jednak z czasem presja inflacyjna może się nasilić. Prof. Sławiński obawia się, że wysokie tempo wzrostu może wywołać poważniejsze reperkusje na rynku pracy (zważywszy na wczorajsze dane, te obawy chyba się właśnie materializują). Trwałość ożywienia, zdaniem profesora, wynika z bardzo silnych fundamentów – dobrej sytuacji w Niemczech, oraz bardzo korzystnych ocen przyszłej koniunktury w Polsce, które po pierwsze zwiększają napływ inwestycji zagranicznych, a po drugie skłaniają do większej aktywności inwestycyjnej również polskich przedsiębiorców. Te przesłanki „*każą sądzić, że wzrost gospodarczy w Polsce może nadal zaskakiwać swym wysokim tempem*”, w takiej sytuacji prof. Sławiński po raz kolejny mówi o potrzebie wykupienia polisy od ryzyka inflacyjnego. Jak stwierdza „*jednorazowa podwyżka nie wpłynęłaby na tempo wzrostu gospodarczego, a sprzyjałaby stabilizowaniu się oczekiwań inflacyjnych*”.

**Naszym zdaniem ryzyka inflacyjne są coraz bardziej widoczne, i tu różnimy się znacznie od członków RPP w ocenie perspektyw polityki monetarnej, oczekując,**

że oczekiwana kwietniowa podwyżka nie będzie miała charakteru jednorazowego, a będzie stanowiła początek cyklu podwyżek.

## Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,8231	2,8241

EUR/USD 1,3590 85 EUR/PLN 3,8050 USD/PLN 2,800 (-21,64% wzg. koszyka).

Głównym wydarzeniem wtorkowej sesji okazała się aprecjacja funta; inflacja za marzec w U.K. wzrosła do 3,1% r/r (przekraczając górną granicę celu Banku Anglii); wyprzedaży na rynku długu towarzyszyło umocnienie funta – kurs GBP/USD wzrósł do poziomu 2,0074 (tj. najwyższego od 1992r.). Realizacja zysków na pozycjach carry wobec wcześniejszej korekty jena okazała się umiarkowana. Jen odrobił pod koniec sesji azjatyckiej część wcześniejszych strat osiągając poziom 161,28 wobec euro oraz 119,10 wobec dolara; również frank szwajcarski umocnił się nieznacznie wobec euro (1,6395). Wzrost niemieckiego indeksu oczekiwań ekonomicznych ZEW (16,5 pkt.) przyczynił się do utrwalenia oczekiwań rynku wobec ECB (podwyżka stóp w maju) oraz konsolidacji EUR/USD w paśmie 1,3525-55. Poziom wsparcia 1,3515/00 pozostał niezagrożony, kolejne godziny przyniosły również ponowny wzrost kursu EUR/JPY (161,80). Kolejnego impulsu dostarczyła publikacja danych o inflacji bazowej w USA (0,1% wobec oczekiwanych 0,2%); dolar ponownie tracił na wartości, kurs EUR/USD wzrósł do poziomu 1,3594 (tj. dwuletniego maksimum). Informacja o liczbie nowych inwestycji budowlanych (1518 mln) nie wpłynęła znacząco na rynek, zrównoważona danymi o spadku produkcji przemysłowej w USA (-0,2%). Realizacja zysków oraz obrona pozycji opcyjnych (bariera 1,3600 EUR/USD) pozwoliły dolarowi odrobić część strat pod koniec sesji (1,3575 EUR/USD.. 119,30 USD/JPY). Ponadto, ok. 162,00 EUR/JPY pojawiły się ponownie zlecenia sprzedaży euro ze strony japońskich eksporterów (oraz pogłoski o podobnych zleceniach ze strony banków centralnych). Korekta na relacji EUR/PLN (w ślad za umocnieniem jena) okazała się płytka.. i krótkotrwała. Kurs EUR/PLN zwyżkował w pierwszej połowie dnia do poziomu 3,8245 (USD/PLN 2,8265) jednakże już na tym poziomie ponownie pojawili się chętni do zakupów PLN. Sytuacja uległa zmianie po publikacji danych makro – wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw w marcu osiągnął 9,1% (znacznie powyżej oczekiwań); rynek zareagował wyprzedażą euro, przełamanie poziomu wsparcia 3,8150/00 pozwoliło złotemu umocnić się do poziomu 3,8050 (pod koniec sesji EUR/PLN utrzymywał się w wąskim paśmie 3,8050-80). Równocześnie kurs USD/PLN zniżkował do poziomu 2,8000.

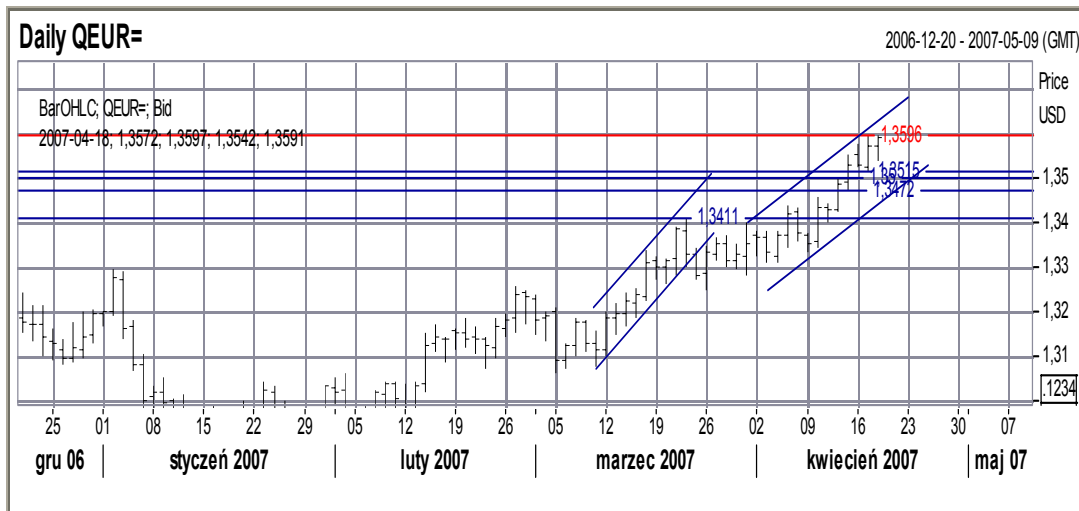
Dziś brak istotnych danych dla EUR/USD. Wystąpienie prezesa ECB w Bostonie raczej nie zmieni sentymentu. Możliwa konsolidacja wokół 1,360

Wysokoyieldowe waluty krajów Europy Środkowo-wschodniej mocne na dzisiejszym otwarciu.

## Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Spodziewamy się konsolidacja wokół 1,360 lub nieznacznej korekty.

wsparcie	opór
1,3515	1,3580
1,3500	
1,3470/40	



Źródło: Reuters

### Krótkoterminowe prognozy, Złoty

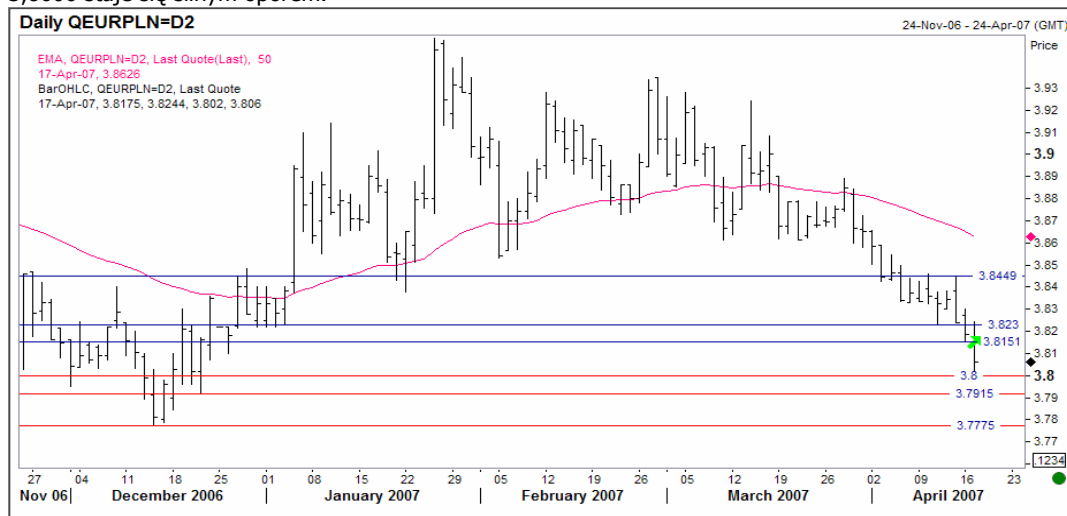
EURPLN		
SPOT	3,8064	3,8103
ATM	BID	ASK
1 W	5,00	6,00
1 M	5,50	6,50
2 M	5,65	6,65
3 M	5,80	6,80
6 M	6,05	6,75
1 Y	6,05	6,75
DELTA = 25		
	1 M	1 Y
RR	1,20	3,30
Fly	0,30	0,40

Przełamanie wsparcia na poziomie 3,80 oznaczać będzie, że to bezpośrednim celem są poziomy 3,7915 oraz 3,7850 (linia trendu) potem pozostaje silne wsparcie 3,7775... przed 3,75.

3,8600 staje się silnym oporem.

wsparcie	opór
3,8000	3,8500
3,7915	3,8440
3,7850	3,8320/50

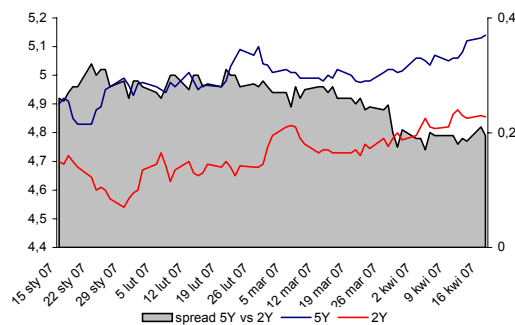
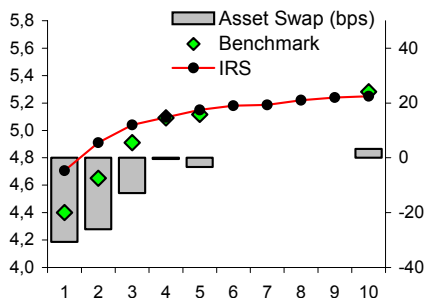
USDPLN		
SPOT	2,8012	2,8032
ATM	BID	ASK
1 W	6,30	7,30
1 M	7,00	8,00
2 M	7,30	8,30
3 M	7,50	8,50
6 M	7,85	8,55
1 Y	7,85	8,55
DELTA = 25		
	1 M	1 Y
RR	1,20	1,30
Fly	0,35	0,60



Źródło: Reuters

### Rynek stopy procentowej, Złoty

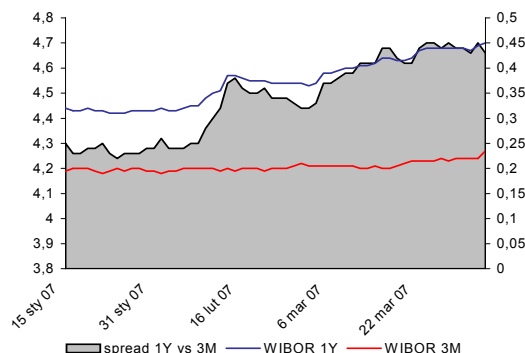
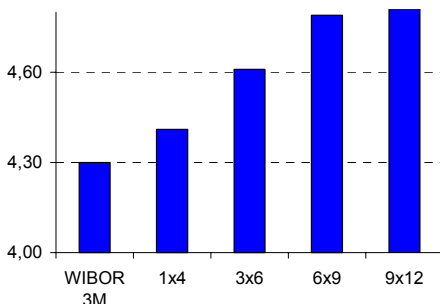
IRS	BID	ASK
1Y	4,67	4,79
2Y	4,87	4,99
3Y	4,99	5,11
4Y	5,08	5,18
5Y	5,11	5,23
6Y	5,14	5,26
7Y	5,18	5,28
8Y	5,18	5,30
9Y	5,21	5,31
10Y	5,22	5,32



depo	BID	ASK
ON	4,01	4,11
1M	4,12	4,22
3M	4,20	4,30

FRA	BID	ASK
1x2	4,28	4,33
1x4	4,35	4,41
3x6	4,55	4,61
6x9	4,73	4,79
9x12	4,82	4,88



**Najważniejsze wydarzenia i publikacje danych makroekonomicznych środa, 18 kwietnia 2007**

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
Polska	12:00	Przetarg PS0412	-	Popyt/podaż <b>2,22</b>	-	Podaż/popyt <b>2,77</b>
EMU	-	Wystąpienie szefa ECB w Bostonie	-	-	-	-

**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 POPZEDNIEGO 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.*