



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

Makroekonomia

Inflacja znów rośnie

Projekcja inflacyjna uwzględni wyższe dynamiki jednostkowych kosztów pracy i pokaże znaczny wzrost inflacji w średnim okresie. W takiej sytuacji oceniamy, że adekwatnym ruchem ze strony RPP powinna być podwyżka stóp procentowych już w październiku.

We wrześniu roczny wskaźnik inflacji wzrósł do 2,3% z 1,5% zanotowanych w sierpniu (słynna niespodzianka inflacyjna spowodowana obniżką cen usług internetowych). Na powrót inflacji do wzrostowego trendu złożyły się przede wszystkim wyższe ceny żywności, 2,4% m/m (lub też ich powrót do normalnych poziomów). Solidne wzrosty zanotowano również w kategoriach edukacja, czy restauracje i hotele. Odnotowano również wyhamowanie spadku cen w kategoriach takich jak odzież i obuwie.

Oceniamy, że roczny wskaźnik inflacji bazowej wzrósł we wrześniu do 1,2%-1,3% wobec 1,2% zanotowanych w sierpniu. Ta tendencja (stopniowy wzrost inflacji bazowej) powinna utrzymać się przez najbliższe miesiące (sprzyjać temu będzie niższa baza z 2006 roku), czy nawet kwartały. Wyższa niż oczekiwano inflacja (prognoza BRE 2,1%, konsensus prognoz 1,9%) spowoduje naszym zdaniem odrodzenie oczekiwań na podwyżki stóp, które uległy znacznemu ograniczeniu po sierpniowej niespodziance inflacyjnej. Kolejnym punktem zwrotnym powinno być październikowe posiedzenie RPP i zbiegająca się z nim publikacja projekcji inflacyjnej. Naszym zdaniem projekcja uwzględni wyższe dynamiki jednostkowych kosztów pracy i pokaże znaczny wzrost inflacji w średnim okresie. **W takiej sytuacji oceniamy, że adekwatnym ruchem ze strony RPP powinna być podwyżka stóp procentowych. Wobec tak istotnej rozbieżności prognozy i zrealizowanej inflacji znaczenie opublikowanych wczoraj danych o płacach i bilansie płatniczym (patrz poniżej) jest z punktu widzenia najbliższej decyzji RPP znacznie mniejsze.**

Zatrudnienie i wynagrodzenie w średniookresowym trendzie

Tempo wzrostu wynagrodzeń jest w dalszym ciągu bardzo duże i nie należy się spodziewać spowolnienia tej kategorii w najbliższym czasie z uwagi na spadające bezrobocie i coraz wyższe żądania płacowe pracowników.

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wyniosło wzrosło o 4,7% w ujęciu rocznym - było niższe od prognozy BRE i mediany oczekiwań rynkowych usytuowanych na poziomie 4,8%. Dynamika zatrudnienia powróciła tym samym do wartości odnotowanej w lipcu br. Mamy w tym przypadku do czynienia z potwierdzeniem obserwowanej od kilku miesięcy tendencji, a nie pojawiającą się anomalią. Biorąc pod uwagę niską dynamikę produkcji przemysłowej (nasza prognoza na poziomie 6,5%) dynamika wydajności pracy prawdopodobnie nie przekroczy 2% rocznie.

Przeciętne wynagrodzenie miesięczne w sektorze przedsiębiorstw wyniosło 2858,83 zł i wzrosło o 9,5% r/r – blisko prognozy BRE usytuowanej na poziomie 10,0% r/r i zdecydowanie poniżej konsensusu rynkowego (10,7%). Niski odczyt potwierdza nasze oczekiwania, że sierpniowa dana została podwyższona przez wypłaty premii w górnictwie. Tempo wzrostu wynagrodzeń jest jednak w dalszym ciągu bardzo duże i nie należy się spodziewać spowolnienia tej kategorii w najbliższym czasie z uwagi na spadające bezrobocie i coraz wyższe żądania płacowe pracowników. Dynamika realnych wynagrodzeń wyniosła we

wrześniu około 7,2% w ujęciu rocznym. Oznacza to, że wrzesień był kolejnym miesiącem, w którym dynamika wydajności pracy (około 2%) okazała się znacznie niższa od tempa wzrostu płac realnych w sektorze przedsiębiorstw.

Deficyt C/A znacznie mniejszy niż oczekiwano

Oczekujemy, że w następnych miesiącach dynamika importu powróci w okolice 20% r/r, pogarszając saldo obrotów towarowych i zwiększając deficyt na rachunku bieżącym ponad 1000 mln EUR.

W sierpniu deficyt na rachunku obrotów bieżących wyniósł -637 mln EUR (ok. 3,3% PKB), kształtując się znacznie powyżej oczekiwań rynkowych (-1081 mln EUR). Przyczyną nadspodziewanie dobrego salda na rachunku obrotów bieżących był spadek dynamiki importu, który w sierpniu zwolnił do 12,8% r/r (o ponad 10 pkt. proc. mniej niż przed miesiącem). Zaskoczył również eksport, którego dynamika wzrosła do 16,7% r/r. W efekcie saldo wymiany towarowej poprawiło się o ponad miliard EUR z -1293 mln EUR do -289 mln EUR.

Salda na pozostałych rachunkach wchodzących do obrotów bieżących ukształtowały się zgodnie z naszymi oczekiwaniami, na poziomie zbliżonym do notowanych w ubiegłych miesiącach. Na uwagę zasługuje dodatnie saldo transferów bieżących (595 mln EUR), na którego wysoki poziom wpłynęło dodatnie saldo rozliczeń z UE. Wciąż utrzymuje się ujemne saldo dochodów (-1106 mln EUR). W usługach podobnie jak w poprzednim miesiącu zanotowano nieznaczną nadwyżkę (163 mln EUR).

Oczekujemy, że w następnych miesiącach dynamika importu powróci w okolice 20% r/r, pogarszając saldo obrotów towarowych i zwiększając deficyt na rachunku bieżącym ponad 1000 mln EUR.

Komentarze członków RPP

S. Nieckarz uznał obecną politykę RPP za zbyt restrykcyjną a M. Noga uważa, że do kolejnej podwyżki może dojść dopiero w listopadzie. Naszym zdaniem nie ma podstaw, aby wykluczyć zaostrzenie polityki pieniężnej już w październiku.

Jeszcze przed publikacją danych wypowiedział się S. Nieckarz – znany jako jeden z najbardziej gołębich członków RPP. Uważa on, że polityka pieniężna jest zbyt restrykcyjna a cykl podwyżek wprawdzie pomógł zapanować nad presją inflacyjną, jednak łagodniejsza polityka monetarna byłaby korzystna dla gospodarki – zwłaszcza dla kosztów obsługi długu krajowego. Jego zdaniem inflacja prawdopodobnie wzrośnie w IV kwartale br. i I kwartale 2008 roku powyżej celu, jednak **oczekiwania na „nowy cykl podwyżek” są przedwczesne**. Może to oznaczać, że nastawienie niektórych członków Rady uległo znacznej zmianie – „nowy cykl podwyżek” może być związany z innymi kwestiami fundamentalnymi; być może do rosnących ULC oraz prawdopodobnie wyższej projekcji inflacyjnej dodane zostaną jeszcze nowe, silne argumenty. S. Nieckarz ma wprawdzie bardzo łagodne nastawienie do polityki pieniężnej – niemniej jednak jego wypowiedź może odzwierciedlać myślenie całego „gołębiego” bloku RPP.

Po publikacji kluczowych danych głos w dyskusji zabrał również M. Noga. Jego zdaniem podwyżka stóp procentowych możliwa jest dopiero w listopadzie, natomiast kolejne będą miały miejsce na początku nowego roku. Uważamy, że do zaostrzenia polityki monetarnej może dojść jeszcze w październiku. Przyczynia się do tego prawdopodobnie wyższa projekcja inflacyjna oraz potwierdzenie, że sierpniowy spadek inflacji był jednorazowy, co sprowadza inflację na koniec roku powyżej celu inflacyjnego NBP do poziomu 3,0%.

Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,7187	2,6135

EUR/USD 1,4210 EUR/JPY 166,75 EUR/PLN 3,7105 USD/PLN 2,6115

Okolo 11.00 naszego czasu (inwestorzy oczekiwali znacznego spadku indeksu US empire state) dolar gwałtownie stracił wobec euro notując spadek z 1,418 do 1,423. Mimo iż ostatecznie dane okazały się lepsze niż oczekiwano dolar odrobił tylko część strat konsolidując się ostatecznie w okolicach 1,4210. W czasie sesji dalekowschodniej tradycyjnie już jen wzmacniał się w ślad za spadkami na giełdach (wynik między innymi słabych danych o wynikach Citigroup w III kw.), choć część ruchów na jenie spowodowana była zmianami pozycji na kursach krosowych. Dolar powinien nadal znajdować się pod presją związana z utrzymywaniem się oczekiwań na obniżkę stóp procentowych na najbliższym posiedzeniu FEDu (31 października). Podane wczoraj słabe dane o wynikach Citigroup mogą być przyczynkiem do odradzania się też o problemach sektora finansowego, co już tradycyjnie nie wróży dobrze indeksom giełdowym i dolarowi.

Na naszym rynku od początku wczorajszego dnia panował bardzo dobry sentyment, którego źródeł szukać należy w spadku globalnej awersji do ryzyka oraz prowadzeniu w sondażach wyborczych uważanej za prorynkową Platformę Obywatelską. Przed publikacją polskich danych złoty wzmacnił się do poziomu 3,7170. Dane makro przyczyniły się do dalszego gwałtownego wzmocnienia złotego do 3,6970 - najniższego poziomu od ponad 5 lat – inwestorzy kierowali się głównie dobrymi danymi o bilansie płatniczym (spadek deficytu do 677 mln eur) oraz spowodowanymi wyższą inflacją (wzrost do 2,3%) oczekiwaniami na podwyżki stóp procentowych. Wzmocnienie złotego okazało się jednak krótkotrwałe, realizacja zysków wzięła górę i EURPLN powrócił na początku sesji nowojorskiej w okolice 3,71. O ile korekta na rynkach wschodzących związana z publikacją danych Citigroup oraz zaostrzeniem ryzyka geopolitycznego (Turcja) okaże się krótkotrwała to kontynuacja trendu wzrostowego złotego powinna przynieść przełamanie poziomu wsparcia 3,70 EUR/PLN.

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Wczorajsza obrona poziomu oporu 1,4240/50 (bariery opcyjne) okazała się udana, jednakże konsolidacja podczas sesji azjatyckiej powyżej 1,4180/90 sprzyja kolejnemu testowi oporu; przełamanie poziomu 1,4250 oznacza dalsze umocnienie euro.

wsparcie	opór
1,4190	1,4315
1,4160	1,4285
1,4135	1,4240



Źródło: Reuter

Krótkoterminowe prognozy, Złoty

EURPLN		
SPOT	3,7174	3,7204
ATM	BID	ASK
1 W	5,10	6,10
1 M	5,15	6,15
2 M	5,10	6,10
3 M	5,10	6,10
6 M	5,15	5,85
1 Y	5,10	5,80
DELTA = 25		
	1 M	1 Y
RR	0,60	0,80
Fly	0,30	0,38

Realizacja zysków powinna być powstrzymana na poziomie oporu 3,7350 (maks. 3,7440); kolejne dni mogą przynieść przełamanie wsparcia 3,7000.

wsparcie	opór
3,7000	3,7440
3,6970	3,7350
3,6850	3,7200

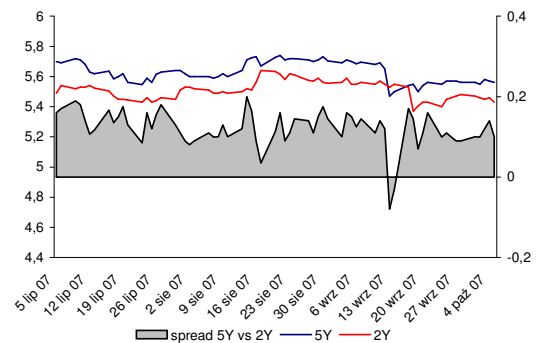
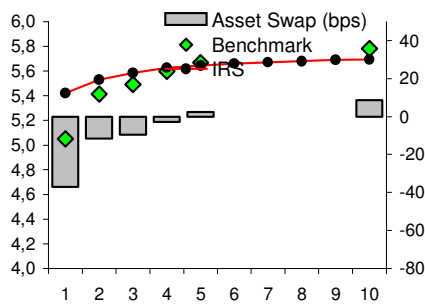
USDPLN		
SPOT	2,6143	2,6166
ATM	BID	ASK
1 W	8,30	9,30
1 M	8,10	9,10
2 M	8,10	9,10
3 M	7,90	8,90
6 M	7,95	8,65
1 Y	7,90	8,60
DELTA = 25		
	1 M	1 Y
RR	0,60	0,90
Fly	0,30	0,35



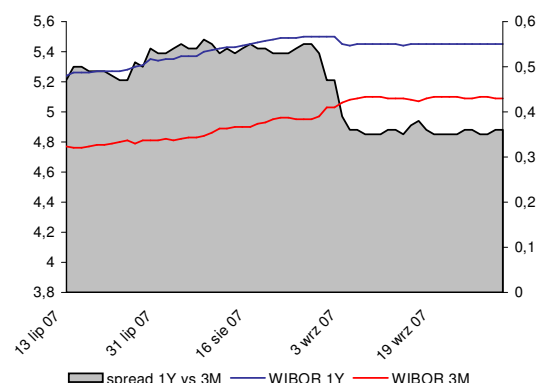
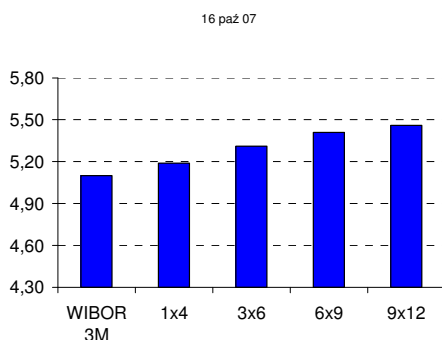
Źródło: Reuters

Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	5,37	5,47
2Y	5,48	5,58
3Y	5,54	5,64
4Y	5,58	5,68
5Y	5,60	5,70
6Y	5,61	5,71
7Y	5,62	5,71
8Y	5,63	5,73
9Y	5,64	5,74
10Y	5,65	5,75



depo	BID	ASK
ON	4,70	4,90
1M	4,75	4,95
3M	4,90	5,10
FRA	BID	ASK
1x2	5,01	5,08
1x4	5,14	5,19
3x6	5,27	5,31
6x9	5,37	5,41
9x12	5,40	5,46



KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSSENSUS	POPZEDNIO
EMU	11:00	Inflacja HICP r/r	wrzesień	-	2,1%	1,9%
Niemcy	11:00	Indeks ZEW	październik	-	-23,8 pkt.	-18,1 pkt.
USA	15:15	Produkcja przemysłowa m/m	wrzesień	-	0,1%	0,2%
USA	15:15	Wykorzystanie mocy wytwórczych	wrzesień	-	82,2%	82,2%
USA	19:00	Indeks NAHB	październik	-	19,0 pkt.	20,0 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 JAKAKOLWIEK OSOBĘ DZIAŁAŃ LUB ZANIECHAŃ W ZWIĄZKU Z NINIEJSZYM OPRACOWANIEM JEST WYŁĄCZONA. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPZEDNIĄ PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.