

Makroekonomia

Dziś dane o bilansie płatniczym

Dziś o 14:00 NBP opublikuje dane o bilansie płatniczym za kwiecień. Oczekujemy, że deficyt na rachunku obrotów bieżących wyniósł 1 525 mln EUR (konsensus 1 463 mln EUR, poprzednio 1 605 mln EUR). Za utrzymywanie się deficytu na relatywnie wysokim poziomie odpowiada silnie ujemne saldo handlu zagranicznego (nasza prognoza – 1 335 mln EUR), wynikające z rekordowych dynamik jego składowych (importu – 33,6%, oraz eksportu – 32,8% r/r), które są m. in. pochodną umocnienia złotego.

Niższa dynamika wynagrodzeń w maju, dynamika zatrudnienia konsekwentnie maleje

Niższy odczyt płac za maj to przede wszystkim efekt niższej liczby dni roboczych.

W maju zanotowano 10,5% r/r wzrost wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw wobec 12,8% zanotowanych w kwietniu (konsensus prognoz ukształtował się na poziomie 11,7% r/r). Niższy odczyt za maj to przede wszystkim efekt niższej liczby dni roboczych (praca na akord, zapłata za nadgodziny itd.). Oceniamy, że wysokie dynamiki płac utrzymają się w kolejnych miesiącach. O ile w roku poprzednim znaczna część wzrostu płac wynikała ze wzrostu produktywności, w tym roku wzrosty wynagrodzeń wydają się obejmować większą grupę przedsiębiorstw i są podyktowane w przeważającej mierze przez trudną sytuację na rynku pracy. Co więcej, w żądaniach płacowych (zwłaszcza tych artykułowanych przez związki zawodowe) pojawia się argument wzrostu inflacji.



Spadek dynamiki zatrudnienia do 5,4% r/r wobec 5,6% r/r zanotowanych w poprzednim miesiącu jest spójny z wynikami badań koniunktury i jest typowy dla dojrzałej fazy cyklu koniunkturalnego. Na skutek niższego wzrostu gospodarczego dynamika zatrudnienia powinna w kolejnych miesiącach spadać.

Biorąc pod uwagę bieżące warunki na rynku stopy procentowej (od dwóch tygodni obserwowaliśmy gwałtowny wzrost rentowności na krótkim końcu krzywej dochodowości) wczorajsze dane sprzyjać będą korekcie oczekiwań na dalsze zacieśnienie monetarne. Kolejnymi istotnymi czynnikami, które mogą wpłynąć na pogłębienie obecnej korekty będą publikacje kolejnych, miesięcznych danych ze sfery realnej (nasza prognoza produkcji przemysłowej 4,7% r/r plasuje się znacznie poniżej oczekiwań rynkowych 7,0% r/r).

Wypowiedzi członków RPP po danych o płacach

Rada opiera się coraz wyraźniej dokładnemu wyznaczeniu końca fazy zacieśnienia monetarnego

Zdaniem H. Wasilewskiej-Trenkner podwyżka stóp w czerwcu uzasadniona ze względu na rosnącą presję inflacyjną. Zdaniem Członkini RPP przerwa pomiędzy kolejnymi podwyżkami stóp nie powinna być zbyt duża. Podkreśla ona również niebezpieczeństwo przełożenia się wyższych cen paliw na wzrost inflacji w sytuacji, kiedy amerykańska waluta zacznie się wzmacniać.

Zdaniem M. Nogi z RPP Rada powinna podnieść stopy w czerwcu, a kolejną decyzją poczekać do października (publikacja nowej projekcji inflacyjnej).

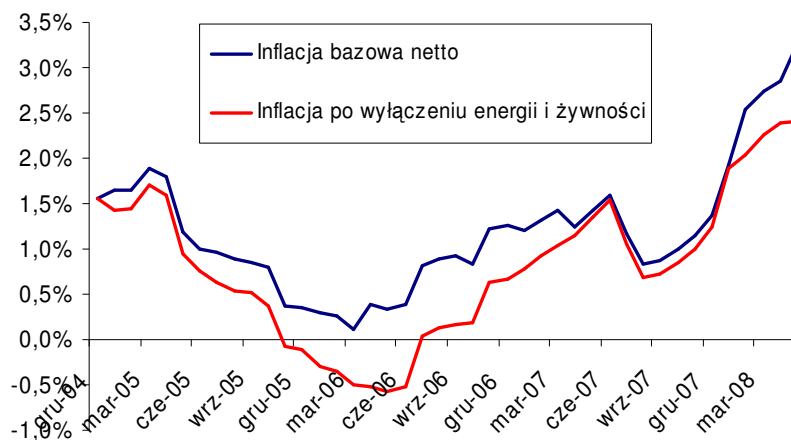
Prof. Sławiński również uważa, że RPP jest fazy zacieśnienia. Dodaje także, że utrzymywanie się inflacji na wysokim poziomie mogłoby utrwalić oczekiwania inflacyjne.

Nowe czynniki (wyższe ceny energii, jastrzębia retoryka ECB) powodują, że Rada opiera się coraz wyraźniej dokładnemu wyznaczeniu końca fazy zacieśnienia monetarnego.

Nowa miara inflacji bazowej

Nowa miara inflacji bazowej nie będzie ona w tak znacznym stopniu jak inflacja bazowa netto zakłócona podwyżkami cen gazu i energii elektrycznej

NBP poinformował, że od czerwca rozpocznie publikowanie nowej miary inflacji bazowej, inflacji po wyłączeniu cen energii i żywności w miejsce publikowanej do tej pory inflacji bazowej netto. Nowa miara będzie więc spójna z miarami inflacji bazowej liczonej np. dla gospodarek strefy euro, czy USA. Nie będzie ona w tak znacznym stopniu jak inflacja bazowa netto zakłócona podwyżkami cen gazu i energii elektrycznej, stąd powinna umożliwić członkom RPP lepszą komunikację z rynkami finansowymi (pamiętajmy jednak, że celem NBP pozostaje stabilizacja CPI).



Szacujemy, że roczny wskaźnik inflacji po wyłączeniu energii żywności mógł wynieść w maju 2,4% (nowa miara inflacji bazowej obejmie prawdopodobnie nieco ponad 60% koszyka CPI). W tymże miesiącu inflacja netto wyniosła prawdopodobnie 3,3% r/r. Historyczne ścieżki obu miar inflacji przedstawiamy na wykresie poniżej. Systematyczny wzrost inflacji po wyłączeniu energii i żywności potwierdza, że presji cenowa jest obserwowana w coraz większej liczbie kategorii koszyka konsumenta i nie prawdziwa jest teza, że inflacja rośnie jedynie ze względu na czynniki o charakterze jednorazowym.

Deficyt budżetowy po maju: 1,85 mld zł

Wykonanie deficytu okazało się zgodne z wcześniejszymi zapowiedziami Ministerstwa Finansów. Saldo budżetu po 5 miesiącach oznacza wykonanie planu w zaledwie 6,8% (w analogicznym okresie poprzedniego roku deficyt sięgnął 4,2 mld zł, a procentowe wykonanie budżetu 14%).

Strona dochodowa odnotowała szczególnie niskie wykonanie po stronie podatków pośrednich (39,7% wobec 43,3% w roku ubiegłym); zdecydowanie wyższe było natomiast wykonanie planu po stronie dochodów pozostałych (43,9% wobec 21,1% w roku 2007). Bardzo niskie okazało się wykorzystanie środków z UE: niewiele ponad 20% w porównaniu z 35,6% w roku ubiegłym – dysponenci środków notują prawdopodobnie opóźnienia z realizacją wydatków, wśród których wypracowano 35,8% wykonanie planu (39,5% w roku ubiegłym). Po stronie wydatkowej zauważamy również względnie niską dotację do FUS (26,9% wobec 32,1% rok wcześniej). Dotychczas dobre wykonanie na tej pozycji budżetu to wynik dużej dotacji przyznanej w roku ubiegłym. Można się liczyć ze skokowym wzrostem tej kategorii wydatków pod koniec roku.

W chwili obecnej podtrzymujemy nasze wcześniejsze szacunki, że wykonanie deficytu sięgnie około 22-24 mld zł na koniec roku. Istotnym czynnikiem niepewności po stronie dochodów pozostają dochody z podatków pośrednich, a po stronie wydatków - stopień wykorzystania środków unijnych przez dysponentów (co automatycznie łączy się także z poziomem dochodów z UE, którego obecne wykonanie pozostaje na bardzo niskim poziomie). Czerwcowy deficyt powinien wynieść według harmonogramu 15 mld zł; w rzeczywistości prawdopodobnie nie przekroczy 5-6 mld zł.

Inflacja w strefie euro na poziomie 3,7%

Czerwcowy odczyt inflacji HICP okazał się wyższy od wcześniejszego szacunku flash na poziomie 3,6%. Najwyższe wzrosty cen odnotowano w transporcie (1,8% m/m), kosztach użytkowania mieszkania (0,8%) oraz (co ciekawe) rekreacji i kulturze (0,7%), co prawdopodobnie powiązane jest z wyższymi cenami paliw lotniczych. Inflacja bazowa (po wyłączeniu energii i żywności nieprzetworzonej) odnotowała wzrost o 0,2% m/m do 2,5% r/r (przyspieszenie względem 2,4% w ubiegłym miesiącu). Inflacyjne kryterium konwergencji wyniosło w maju 3,6%, czyli dokładnie tyle ile inflacja w ciągu ostatnich 12 miesięcy w Polsce.

Ostatnie wypowiedzi członków EBC sygnalizują *explicite*, że sugestie dotyczące lipcowej podwyżki nie były fałszywym sygnałem. Poważne niebezpieczeństwo destabilizacji oczekiwań inflacyjnych skłoni bank centralny do podwyżki stopy bazowej w lipcu. Niemniej jednak wydaje się, że skala zacieśnienia wyceniana obecnie przez rynek jest zbyt duża (co najmniej dwie podwyżki w tym roku). Spowolnienie sfery realnej w dalszej części roku może zachęcać

EBC do rozciągnięcia zacieśnienia w czasie.

Posiedzenie RPP, 25. czerwca

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

* OIS – Overnight Index Swap

Rynek walutowy

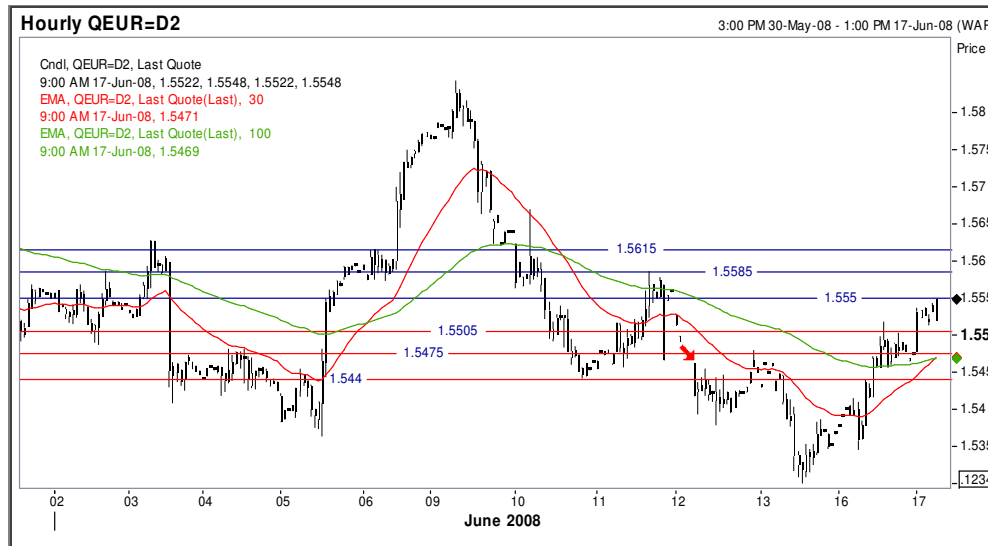
Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,3870	2,1941

EUR/USD 1,5535 EUR/JPY 167,50 EUR/PLN 3,3840 USD/PLN 2,1785

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Odbicie euro od poziomu wsparcia 1,5345 oraz przełamanie oporu 1,5440/60 przywraca trend wzrostowy wspólnej waluty – prawdopodobny test poziomów oporu 1,5550/85..

wsparcie	opór
1,5505	1,5615
1,5475	1,5585
1,5440	1,5550



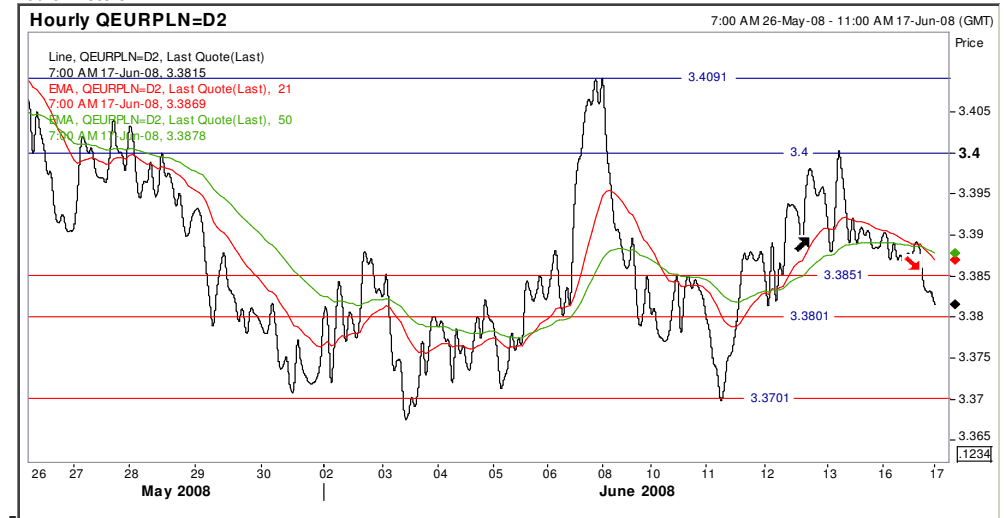
Źródło: Reuter

Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Po nieudanej próbie przełamania oporu 3,40 (wraz z osłabieniem dolara) złoty odrabia straty; przełamanie 3,3800 może uruchomić stoplosy na długich pozycjach w euro..

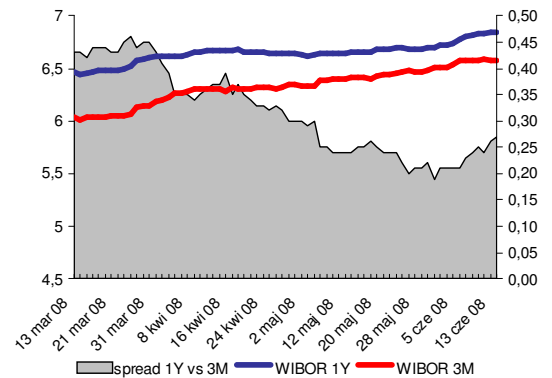
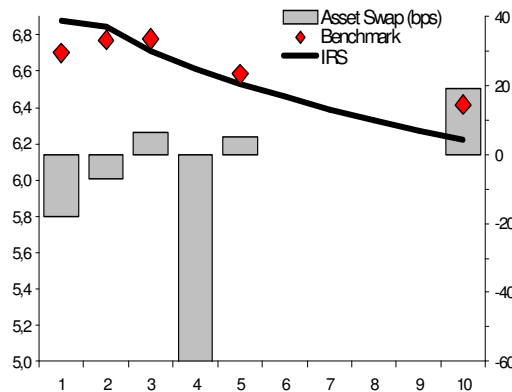
wsparcie	opór
3,3850	3,4150
3,3800	3,4090
3,3700	3,4000

Źródło: Reuters



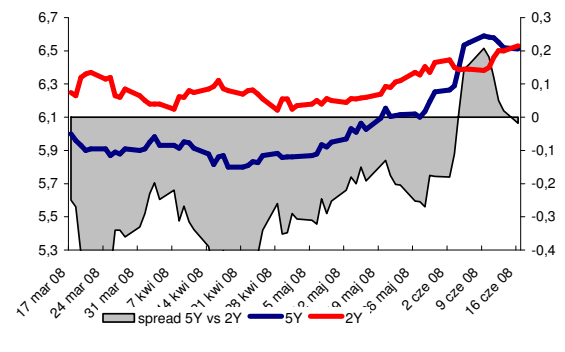
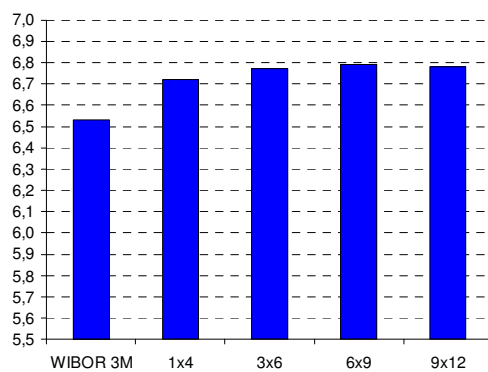
Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	6,86	6,90
2Y	6,82	6,87
3Y	6,69	6,73
4Y	6,59	6,63
5Y	6,51	6,56
6Y	6,44	6,49
7Y	6,37	6,41
8Y	6,31	6,35
9Y	6,25	6,29
10Y	6,20	6,25



depo	BID	ASK
ON	5,65	5,85
1M	5,90	6,10
3M	6,33	6,53

FRA	BID	ASK
1x2	6,42	6,47
1x4	6,67	6,72
3x6	6,71	6,77
6x9	6,73	6,79
9x12	6,72	6,78



KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
GER	11:00	Indeks ZEW	Czerwiec	-	-44 pkt.	-41,4 pkt.
POL	14:00	Bilans C/A	Kwiecień	-1,5 mld	-1,46 mld	-1,6 mld
USA	14:30	Housing starts	Maj	-	0,98 mln	1,03 mln
USA	14:30	Building Permits	Maj	-	0,96 mln	0,98 mln
USA	15:15	Produkcja przemysłowa m/m	Maj	-	0,1%	-0,7%

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, J EGO ZARZĄDU, PRACOWNIKÓW, WSPÓŁPRACOWNIKÓW, KOOPERANTÓW, AGENTÓW Z TYTUŁU PODJĘCIA PRZEZ JAKĄKOLWIEK 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.