



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

**Daily Letter****środa, 16 lipca 2008**

STRON: 6

## Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
EMU	11:00	Inflacja HICP r/r	Czerwiec	-	4,0%	4,0%
USA	14:30	Inflacja CPI m/m	Czerwiec	-	0,7%	0,6%
USA	15:15	Produkcja przemysłowa m/m	Czerwiec	-	0,1%	-0,2%
USA	20:00	FOMC „Minutes”	-	-	-	-

## Makroekonomia

### Inflacja powyżej oczekiwań: efekty wtórne widoczne, lecz wciąż ograniczone

*Szacujemy, że inflacja wzrośnie do 4,7% w lipcu i przekroczy 5% w sierpniu. Nowa miara inflacji bazowej może zbliżyć się zaś do 3% do końca tego roku.*

Na „niespodziankę” złożył się tym razem przede wszystkim mniejszy niż oczekiwano sezonowy spadek cen żywności (Ministerstwo Finansów spadek ten oceniło pierwotnie na 1%) oraz występujący już od kilku miesięcy wzrost cen w takich kategoriach jak hotele i restauracje (0,7% m/m) oraz użytkowanie mieszkania (0,3% m/m).

Nasze wstępne szacunki wskazują na wzrost inflacji bazowej netto w czerwcu do 3,3-3,4% z 3,2% r/r zanotowanych w maju. **Nowa miara inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii wzrosła według naszych szacunków z 2,1% do 2,2% r/r, co jest zgodne z naszymi wcześniejszymi założeniami o umiarkowanych, ale niezaniechanych wtórnych efektach wzrostu energii, żywności i kosztów pracy (patrz usługi).** Oceniamy, że efekty te – w podobnej skali – będą widoczne w danych publikowanych w kolejnych miesiącach. Szacujemy, że inflacja wzrośnie do 4,7% w lipcu i przekroczy 5% w sierpniu. Nowa miara inflacji bazowej może zbliżyć się zaś do 3% do końca tego roku.

Podtrzymujemy nasz pogląd o możliwej podwyżce stóp w okresie sierpień-wrzesień (RPP może zdecydować się tłumić oczekiwania inflacyjne generowane kolejnymi wzrostami oficjalnego wskaźnika inflacji). Uważamy jednak, że w dalszej perspektywie kwestia obniżenia wzrostu gospodarczego (nasze prognozy wzrostu są znacznie odchyłone w dół od konsensusu rynkowego) może silniej oddziaływać na nastroje w polskiej RPP.

### Wyższa dynamika wynagrodzeń, tempo wzrostu zatrudnienia konsekwentnie maleje

W czerwcu zanotowano 12,0% r/r wzrost wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw wobec 10,5% zanotowanych w maju (konsensus prognoz ukształtował się na poziomie 11,2% r/r). Wyższy odczyt za czerwiec to przede wszystkim efekt większej liczby dni roboczych (praca na akord, zapłata za nadgodziny itd.) oraz wypłat jednorazowych premii (KGHM). Oceniamy, że wysokie dynamiki płac utrzymają się w kolejnych miesiącach. O ile w roku poprzednim

*Indeksy koniunktury w sektorze przedsiębiorstw prognozują spadek zatrudnienia w przetwórstwie przemysłowym, spójny zresztą ze słabnącymi oszacowaniami nowych zamówień.*

znaczną 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.

Spadek dynamiki zatrudnienia do 4,8% r/r wobec 5,3% r/r zanotowanych w poprzednim miesiącu jest spójny z wynikami badań koniunktury, jednak stanowi dość spore zaskoczenie (konsensus rynkowy 5,2%, nasza prognoza 5,1%). Dynamika na tym poziomie oznacza, że w czerwcu sektor przedsiębiorstw odnotował stagnację zatrudnienia - zjawisko charakterystyczne w bardzo dojrzałej (lub nawet lekko spadkowej) fazie cyklu koniunkturalnego. Indeksy koniunktury w sektorze przedsiębiorstw prognozują spadek zatrudnienia w przetwórstwie przemysłowym, spójny zresztą ze słabnącymi oszacowaniami nowych zamówień. Na skutek niższego wzrostu gospodarczego dynamika zatrudnienia powinna w kolejnych miesiącach nadal spadać.

## Deficyt C/A zgodnie z oczekiwaniami rynku

*Szacujemy, że relacja deficytu C/A do PKB kształtowała się w maju na poziomie 4,2%. Dzisiejsze dane nie zmieniają naszego poglądu, że do końca roku relacja ta nie powinna przekroczyć 5%.*

Wg danych NBP deficyt na rachunku obrotów bieżących w maju br. ukształtował się na poziomie 1602 mln EUR, zgodnie z konsensusem prognoz. Zaskoczeniem okazały się natomiast relatywnie niskie dynamiki eksportu (12,2% r/r, konsensus 19,9% r/r) i importu (14% r/r, konsensus 21,4% r/r), które stanowią pewien przełom po serii bardzo wysokich odczytów. Powrót tempa wzrostu eksportu w okolice 10% rocznie (co po przeliczeniu na złote oznacza wzrost w granicach 1% r/r) może wskazywać, że umacniający się złoty, jak również spowolnienie gospodarcze w strefie euro, stają się coraz większymi barierami dla polskich eksporterów. W rezultacie saldo handlu zagranicznego zamknęło się deficytem w kwocie 1240 mln EUR.

Pewną poprawę odnotowało saldo dochodów (-829 mln EUR, w poprzednim miesiącu -1067 mln EUR), w części za sprawą wynagrodzeń Polaków pracujących za granicą, jednak efekt ten był kompensowany spadkiem salda usług do 80 mln EUR (w poprzednim miesiącu 150 mln EUR), czego przyczyną był szybki wzrost importu usług. Bez niespodzianek pozostało saldo transferów bieżących (387 mln EUR), z których zdecydowana większość przypadała na transfery prywatne (w rozliczeniach z UE ujętych w rachunku obrotów bieżących odnotowano deficyt 19 mln EUR).

Szacujemy, że relacja deficytu C/A do PKB kształtowała się w maju na poziomie 4,2%. Dzisiejsze dane nie zmieniają naszego poglądu, że do końca roku relacja ta nie powinna przekroczyć 5%.

## RPP po publikacji danych o płacach i inflacji – ostra reakcja Filara, „umiarkowane” komentarze Wasilewskiej-Trenkner i łagodny komentarz Nogi

Zdaniem prof. Filara z RPP gremium musy przyspieszyć decyzję o kolejnej podwyżce stóp procentowych. Nie wyklucza on podwyżki stóp już na lipcowym posiedzeniu. **Jego zdaniem zagrożenie dalszym wzrostem płac i możliwością wystąpienia efektów drugiej rundy** (ciągle spodziewa się wzrostu inflacji do powyżej 5% w sierpniu) **może wymagać więcej niż jednej podwyżki stóp** (obecnie rynek wycenia jedną podwyżkę stóp, która ma nastąpić na wrześniowym posiedzeniu).

Zdaniem H. Wasilewskiej-Trenkner wczorajsze dane są mniej więcej zgodne z kierunkiem pokazanym przez projekcję inflacyjną. **W jej wypowiedzi dominują jednak wątki**

**świadczące o niepewności co do dalszego przebiegu zdarzeń w sferze nominalnej i realnej** (konieczność oczekiwania na kolejne dane i potwierdzenie sygnałów o pogorszeniu relacji między płacami i wydajnością). Swoją ocenę sytuacji członkini RPP podsumowuje: „Nie ma na razie takich zaskoczeń, które mówiłyby, że trzeba natychmiast gwałtownie przeciwdziałać inflacji, ani - niestety - nie ma takich, które można by uznać za zwiastun tego, że inflacja przestaje nam zagrażać”.

M. Noga pozostaje niewzruszony gorszymi danymi ze sfery nominalnej. Jego zdaniem **RPP nie powinna zmieniać stóp do października**, kiedy to pozna dane o inflacji za wrzesień i nową projekcję inflacyjną.

Naszym zdaniem termin podany przez prof. Nogę jest mimo wszystko mało prawdopodobny. Kluczowe miesiące to sierpień i wrzesień, kiedy to będzie można ocenić nagromadzenie wtórnych efektów niedawnych wzrostów energii i żywności. **Jeśli danych za te miesiące okażą się „niepokojące” RPP nie będzie czekać z decyzją aż do października, aby przeciwdziałać wzrostowi oczekiwań inflacyjnych. Z drugiej strony wytrzymanie na niezmienionych stopach do października zmniejszyłoby prawdopodobieństwo podwyżki w ogóle – uważamy, że czwarty kwartał przesunie uwagę gremium w stronę niższych odczytów ze sfery realnej.**

## Deficyt budżetu po czerwcu: 3,5 mld zł

Jak wynika ze wstępnej informacji Ministerstwa Finansów, budżet państwa po czerwcu zamknął się deficytem w kwocie 3,5 mld zł, odpowiadającej 12,8% planu na ten rok (27,1 mld zł). Wykonanie deficytu na niskim poziomie było wynikiem wyższego wykonania dochodów budżetu (127,6 mld zł, czyli 45,3% planu) niż wydatków (131,0 mld zł, czyli 42,4% kwoty założonej na ten rok). **Na wysoki poziom wykonania dochodów złożyły się przede wszystkim wpływy z podatków pośrednich (47,4%) oraz podatków CIT (52,2%) i PIT (49,5%).** W niskim stopniu zrealizowano natomiast dochody pochodzące ze środków z Unii Europejskiej (24,4%), w szczególności z funduszy strukturalnych, z których przez pierwsze sześć miesięcy 2008 r. wpłynęło tylko 18,0% kwoty planowanej na ten rok.

*W kolejnych miesiącach oczekujemy pogorszenia salda budżetu do 22-24 mld zł.*

**Niski poziom wykonania wydatków budżetu państwa wynikał z mniejszych niż planowane wydatków na obsługę długu krajowego (37,9% planu na ten tok) oraz mniejszej dotacji dla funduszu emerytalno-rentowego (odpowiednio 34,5% planu).** W przypadku tej ostatniej pozycji mamy jednak do czynienia z wydatkiem sztywnym, którego wykonanie najprawdopodobniej przyspieszy w II połowie roku. Wskaźnik wykonania wydatków w górę podnosiły natomiast koszty obsługi zadłużenia zagranicznego (64,5% łącznej kwoty zakładanej na 2008 r.) oraz subwencja dla samorządów, która do połowy roku została zrealizowana w 58,5%.

W następnych miesiącach, wraz z kulminacją dotychczas niewykonanych wydatków (mających w dużej mierze charakter sztywny, vide fundusz emerytalno-rentowy) oraz wyższych kosztów obsługi długu w następstwie wzrostu stóp procentowych ponad poziom założony w ustawie budżetowej na ten rok, oczekujemy pogorszenia salda budżetu państwa, niemniej nie przewidujemy, by planowany deficyt przekroczył 22-24 mld zł.

## USA: słabsza sprzedaż detaliczna, coraz wyższa dynamika cen producentów; Bernanke ustala priorytety Fed na stabilizację rynków finansowych

Sprzedaż detaliczna w czerwcu okazała się słabsza od oczekiwań i podniosła się „tylko” o 0,1% m/m (konsensus rynkowy 0,4%). Negatywne zaskoczenie zbiegło się także z rewizją w dół odczytów za poprzednie miesiące. Po wyłączeniu sprzedaży samochodów dane przedstawiają się bardziej pozytywnie (0,8% m/m), jednak wciąż duży wkład do wyników tej kategorii płynie z wartości sprzedawanych paliw (4,6% m/m). Ulgi podatkowe, które wpłynęły do tej pory do konsumentów (rozdysponowany został już praktycznie cały pakiet fiskalny) zasilają w dużym stopniu ich oszczędności. **Z punktu widzenia płynności systemu bankowego, wzrost oszczędności może zostać odczytany pozytywnie (zwłaszcza w kontekście wczorajszego przemówienia B. Bernanke, o czym poniżej), jednak jednocześnie oznacza to przybliżającą się realizację scenariusza „W”, w którym efekty pakietu fiskalnego ograniczone są do zaledwie kilku miesięcy.**

*Dziś poznamy najnowsze prognozy FOMC, wraz z publikacją „Minutes” z ostatniego posiedzenia.*

Negatywne okazały się także dane o cenach producentów, które w ujęciu rocznym osiągnęły poziom 9,2% r/r (znacznie powyżej konsensusu na poziomie około 8,7%). PPI w ujęciu bazowym wzrosło o 3,0%, tyle samo co w poprzednim miesiącu. Oznacza to, że **pomimo silnej presji kosztowej odczuwanej przez przedsiębiorstwa (patrz oszacowania wskaźników cenowych z indeksu ISM), zjawisko przeniesienia wyższych cen na wyroby finalne pozostaje ograniczone.** Z uwagi na osłabienie popytu globalnego oraz ubytki realnej siły nabywczej krajowych konsumentów nie spodziewamy się eskalacji efektów wtórnych, co sprzyja obecnym celom Rezerwy Federalnej, które wczoraj przedstawił B. Bernanke.

Wydaje się, że głównym zmartwieniem Fed są w tej chwili utrzymujące się napięcia na rynkach finansowych (spotęgowane ostatnio przez problemy agencji Fannie Mae i Freddie Mac, wymagające dodatkowej koordynacji działań Dep. Skarbu i Fed). **Wynika to z istotnej roli przypisywanej prawidłowemu funkcjonowaniu rynków finansowych – są one czynnikiem, od którego w dłuższej perspektywie zależy wzrost gospodarczy.** Dopiero na drugim miejscu znajdują się „tradycyjne” dylematy polityki pieniężnej związane z dynamiką PKB i inflacją. Najnowsze prognozy FOMC w tym zakresie poznamy dziś o godzinie 20:00, wraz z publikacją „Minutes”.

### Posiedzenie RPP, 30. lipca

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

\* OIS – Overnight Index Swap

## Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,2602	2,0405

EUR/USD 1,5890 EUR/JPY 166,00 EUR/PLN 3,2430 USD/PLN 2,0410

*EUR/USD umocnił się wczoraj do 1,5830 po wypowiedziach B. Bernanke, który zasygnalizował, że priorytetem Fed jest w obecnej chwili stabilizacja sytuacji na rynkach*

finansowych. W końcówce sesji lekkie odreagowanie do 1,5896. Dzisiejsze dane o inflacji CPI nie powinny przynieść większych zmian w nastawieniu inwestorów, ponieważ znane są już dane o PPI (historia pokazuje, że inflacja CPI raczej przechodzi bez echa, gdy poprzedza ją publikacja PPI). Ważne będą natomiast dane o inflacji HICP w strefie euro (11:00), produkcja przemysłowa w USA (15:15) oraz „Minutes” z ostatniego posiedzenia FOMC.

EUR/PLN złamał wczoraj kolejną (także psychologiczną) barierę 3,2500 kończąc dzień na poziomie 3,2443. Publikacja samych danych makro (CPI, wynagrodzenia, C/A) nie przyniosła większych zmian w wycenie euro, przeważały jastrzębie komentarze D. Filara, który rozpoczął spekulacje na temat wcześniejszej, lipcowej podwyżki. Dziś złoty będzie pozostawał pod wpływem czynników światowych.

## Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Silna realizacja zysków z poziomu 1,6038 sugeruje możliwość głębszej korekty; ponowne przełamanie 1,5950 konieczne do podtrzymania trendu wzrostowego, natomiast poniżej 1,5860/45 możliwe stoplosy na długich pozycjach w euro.

wsparcie	opór
1,5870	1,6038
1,5845	1,5980
1,5800	1,5950



Źródło: Reuter

## Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Trwale przełamanie wsparcia 3,2500 otwiera drogę na 3,23/3,22 (kolejnym kluczowym poziomem wsparcia jest 3,2000). Oczekiwania dot. stóp proc. wspierają złotego, dotychczasowa realizacja zysków okazała się bardzo umiarkowana...

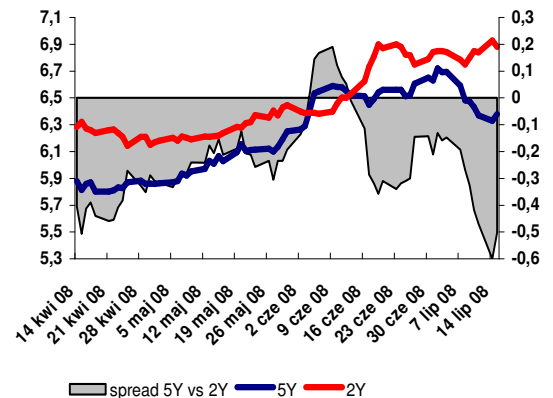
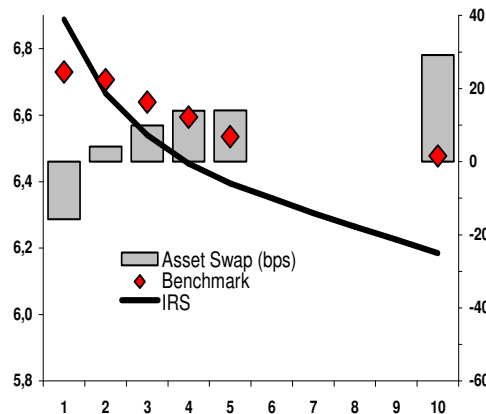
Wsparcie	opór
3,2400	3,2800
3,2300	3,2650
3,2200	3,2500



Źródło: Reuters

## Rynek stopy procentowej, Złoty

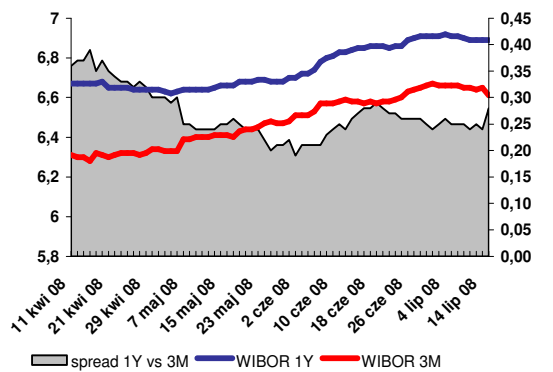
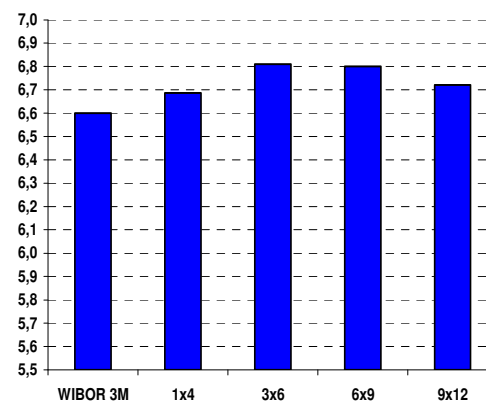
IRS	BID	ASK
1Y	6,87	6,91
2Y	6,65	6,68
3Y	6,53	6,55
4Y	6,44	6,47
5Y	6,38	6,41
6Y	6,34	6,36
7Y	6,29	6,32
8Y	6,25	6,28
9Y	6,21	6,24
10Y	6,17	6,20



depo	BID	ASK
ON	5,95	6,15
1M	6,08	6,28
3M	6,40	6,60

FRA	BID	ASK
1x2	6,33	6,38
1x4	6,64	6,69
3x6	6,76	6,81
6x9	6,75	6,80
9x12	6,67	6,72



### 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 UPRZEDNIEGO 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 POPRZEDNIEGO 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 DZIAŁAŁ LUB ZANIECHAŁ W ZWIĄZKU Z NINIEJSZYM OPRACOWANIEM JEST WYŁĄCZONĄ DYSTRYBUCJĄ LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRZEDNIĄ PISEMNIĄ ZGODĄ AUTORÓW.