

ERNEST PYTLARCZYK      TEL. 829 0166  
 MARCIN MAZUREK        TEL. 829 0183  
 RADOSŁAW CHOLEWIŃSKI    TEL. 829 1207  
 WOJCIECH TRZEPIZUR      TEL. 829 0188  
 E-MAIL: [research@brebank.com.pl](mailto:research@brebank.com.pl)

STRON: 6



## Daily Letter

**poniedziałek, 15 września 2008**

### Kalendarium danych

Polska i dane z zagranicy o potencjalnym wpływie na rynek krajowy

PONIEDZIAŁEK 15.09	
14:00	<b>(POL) Inflacja CPI [wrzesień];</b> prognoza BRE <b>4,9% r/r</b> , konsensus <b>5,0% r/r</b> , poprzednio <b>4,8% r/r</b> <i>Znaczne spadki cen paliw i żywności. Wzrost inflacji netto do 4,0% z 3,5% w lipcu. Nowa inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii 2,7-2,8% r/r, poprzednio 2,2% r/r. Wzrosty te to jednak przede wszystkim efekt niskiej bazy z poprzedniego roku. Pozytywne niespodzianki inflacyjne w regionie.</i>
14:00	<b>(POL) Płace [wrzesień];</b> prognoza BRE <b>10,7% r/r</b> , konsensus <b>11,0% r/r</b> , poprzednio <b>11,6% r/r</b> <i>W trendzie. Mniejsza liczba dni roboczych i spadek aktywności gosp. w porównaniu z poprzednim miesiącem. Podwyżki płac na Poczcie.</i>
14:00	<b>(POL) Zatrudnienie [wrzesień];</b> prognoza BRE <b>4,5% r/r</b> , konsensus <b>4,5% r/r</b> , poprzednio <b>4,7% r/r</b> <i>Spadki indeksów oczekiwanego zatrudnienia we wszystkich działach gospodarki, zarówno w ujęciu miesięcznym, jak i rocznym. W przetwórstwie przemysłowym 3 miesiąc z rzędu spodziewana redukcja zatrudnienia (ujemny wskaźnik koniunktury).</i>
15:15	<b>(USA) Produkcja przemysłowa [sierpień];</b> konsensus <b>-0,3% m/m</b> , poprzednio <b>0,2% m/m</b> <i>Ostatnie odczyty ISM nie potwierdziły gwałtownego załamania zamówień eksportowych. Bardzo prawdopodobny jest jednak scenariusz gradualny, związany z powolnym osłabieniem popytu światowego. Najbliższe miesiące przyniosą co najwyżej stagnację produkcji. Wykorzystanie mocy wytwórczych na poziomie 79,6 pkt. (poprzednio 79,9 pkt.)</i>
WTOREK 16.09	
11:00	<b>(EMU) Inflacja HICP [wrzesień];</b> konsensus <b>3,8% r/r</b> , poprzednio <b>4,0% r/r</b> <i>Niższa inflacja to przede wszystkim wynik zmniejszenia nakładki paliwowo-żywnościowej – efekt ten powinien być widoczny także w najbliższych miesiącach. Kluczem do polityki EBC pozostaje jednak skala spowolnienia sfery realnej oraz wyhamowanie presji płacowej.</i>
11:00	<b>(GER) Indeks ZEW [wrzesień];</b> konsensus <b>-54,7 pkt.</b> , poprzednio <b>-55,5 pkt.</b>
14:30	<b>(USA) Inflacja CPI [sierpień];</b> konsensus <b>0,0% m/m</b> , poprzednio <b>0,8% m/m</b> <i>Znaczne wytracenie miesięcznego wzrostu to efekt niższych cen paliw. Utrzymanie niekorzystnych tendencji na rynku pracy sprzyjać będzie powolnemu obniżaniu inflacji bazowej w horyzoncie bieżącej polityki pieniężnej.</i>
20:15	<b>(USA) Posiedzenie FOMC;</b> konsensus <b>2,0%</b> , poprzednio <b>2,0%</b> <i>Stopy nadal bez zmian. Członkowie Komitetu wciąż związani przez utrzymujący się kryzys na rynku finansowym. Rozpędzanie gospodarki, długookresowy trend wzrostowy cen na rynku ropy naftowej skłonią w najbliższym czasie FOMC do podwyżek stóp (najpierw normalizacja ekspansywnej polityki pieniężnej, następnie – po ustabilizowaniu sytuacji na rynku pracy – powolne zacieśnianie).</i>
ŚRODA 17.09	
10:30	<b>(GBR) BoE Minutes [posiedzenie 3-4 września]</b>
14:30	<b>(USA) Housing starts [sierpień];</b> konsensus <b>0,95 mln</b> , poprzednio <b>0,97 mln</b>
14:30	<b>(USA) Housing permits [sierpień];</b> konsensus <b>0,93 mln</b> , poprzednio <b>0,94 mln</b>
CZWARTEK 18.09	
14:00	<b>(POL) Produkcja przemysłowa [wrzesień];</b> prognoza BRE <b>-2,3% r/r</b> , konsensus <b>0,3% r/r</b> , poprzednio <b>5,6% r/r</b> <i>Dwa dni robocze mniej niż rok temu. Duże spadki nowych zamówień w przemyśle.</i>
14:00	<b>(POL) Ceny producentów [wrzesień];</b> prognoza BRE <b>1,7% r/r</b> , konsensus <b>2,1% r/r</b> , poprzednio <b>2,3% r/r</b> <i>Bardzo wysoki spadek cen ropy naftowej wyrażony w PLN (16%). Około 5% spadki cen głównych metali wyrażonych w PLN. Kursy EUR/PLN i USD/PLN stabilne. Duży spadek oczekiwań cenowych przedsiębiorstw w ujęciu rocznym - 3,3 pkt.</i>
14:30	<b>(USA) Nowo-zarejestrowani bezrobotni [tydz. do 13.09];</b> poprzednio <b>445 tys.</b>
16:00	<b>(USA) Leading indicator [sierpień];</b> konsensus <b>-0,2% m/m</b> , poprzednio <b>-0,7% m/m</b>
16:00	<b>(USA) Philly Fed [wrzesień];</b> konsensus <b>-10,0 pkt.</b> , poprzednio <b>-12,7 pkt.</b>
PIĄTEK 19.09	
BRAK ISTOTNYCH DANYCH	

## Makroekonomia

### Dziś dane o inflacji i płacach

O godz. 14.00 opublikowane zostaną dane o inflacji i płacach z sierpień. **Szacujemy, że roczny wskaźnik inflacji wzrósł w sierpniu do 4,9% z 4,8% zanotowanych w lipcu.** Konsensus prognoz i prognoza Ministerstwa Finansów wynoszą 5,0%. Nasza niższa prognoza wynika przede wszystkim z niższych szacunków cen żywności i paliw.

**Przechodząc do danych o płacach, szacujemy, że wzrosły one w sierpniu o 10,7% r/r wobec 11,6% r/r zanotowanych w lipcu.** Spadek rocznego wskaźnika wynika przede wszystkim z mniejszej aktywności gospodarczej w sierpniu. **Oceniamy, że zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w sierpniu o 4,5% r/r wobec 4,7% r/r zanotowanych w lipcu.**

### Dużo niższy deficyt na rachunku obrotów bieżących

**W lipcu deficyt na rachunku obrotów bieżących zmniejszył się z 2 292 mln EUR do 1 222 mln EUR,** silnie odbiegając od konsensusu, który kształtował się na poziomie 1 900 mln EUR. Wszystkie komponenty bilansu płatniczego odnotowały poprawę. Najsilniej wzrosło saldo dochodów (z -1254 mln EUR do -812 mln EUR), do czego przyczyniły się ograniczone rozmiary ekspatriacji dywidend, oraz saldo transferów (z 664 mln EUR do 1 007 mln EUR). Na poprawę tego ostatniego salda wpłynął m.in. większy napływ środków z UE (596 mln EUR per saldo) niż w poprzednich miesiącach. **Utrzymanie się tej tendencji jest prawdopodobne w drugiej części roku ze względu na dotychczas bardzo niski poziom realizacji dochodów budżetu z tytułu „środków z UE” zaplanowanych na 2008 r.**

*Na koniec roku relacja deficytu na rachunku obrotów bieżących powinna zbliżyć się do poziomu 5,0% PKB.*

W mniejszym stopniu niespodziewana poprawa salda na rachunku obrotów bieżących wynikała ze spadku deficytu w handlu zagranicznym z 1 706 mln EUR w czerwcu do 1 563 mln EUR w lipcu, na co wpłynęła bardzo wysoka dynamika eksportu (22,7% r/r), przewyższająca dynamikę importu (22,4% r/r). **Dynamiki te są jednak zniekształcone przez aprecjację złotego, której szczyt przypadał na lipiec (wolumeny w złotych wykazują odpowiednio niższe tempo wzrostu, co zwłaszcza w przypadku eksporterów silnie rzutuje na rentowność produkcji).** Dodatkowo, ze względu na znaczną zmienność miesięcznych danych, jesteśmy dalecy od przywiązywania do nich zbyt dużego znaczenia i przesądzania o „nagłym” ożywieniu eksportu czy formułowania innych zbyt pochopnych wniosków.

Umiarkowany wzrost (do 146 mln EUR) odnotowało również saldo usług, które po chwilowym spadku do ujemnych wartości powróciło do poziomu typowego dla poprzednich miesięcy.

**Szacujemy, że deficyt obrotów bieżących po lipcu br. spadł do poziomu 4,3% PKB z 4,4% PKB miesiąc wcześniej.** Utrzymujemy jednak przekonanie, że w perspektywie następnego miesiąca nastąpi dalsze, stopniowe pogorszenie tej relacji ze względu na rozszerzający się deficyt handlowy spowodowany „wylewaniem się” krajowego popytu za granicę i spowolnieniem gospodarczym w strefie euro, do której trafia 80% polskiego eksportu. Na koniec roku relacja deficytu na rachunku obrotów bieżących powinna zbliżyć się do poziomu 5,0% PKB.

## Silny wzrost podaży pieniądza

*Dane o depozytach przedsiębiorstw wspierają nasze diagnozy pogarszającej się sytuacji podażowej gospodarki.*

**W sierpniu podaż pieniądza M3 wzrosła o 1,8% m/m i aż o 16,6% r/r.** Równocześnie zrewidowano dane za poprzedni miesiąc (z 16,5% r/r do 16,8% r/r), co oznacza, że mimo bardzo wysokiego odczytu dynamika podaży pieniądza prawdopodobnie nie wykazuje już trendu wzrostowego. **Silny wzrost masy pieniądza w sierpniu wynikał w znacznym stopniu z czynników o charakterze jednorazowym;** skokowo wzrosły depozyty niemonetarnych instytucji finansowych (o 5,1 mld zł, co oznacza roczną dynamikę na poziomie 45,7%). Do tej grupy instytucji należą m.in. TFI, które wykorzystwały najprawdopodobniej osłabienie fali umorzeń (w sierpniu wycofano środki o wartości tylko 0,9 mld zł per saldo wobec 3,5 mld zł w lipcu) na budowanie „poduszki płynnościowej”. Z podobnym zjawiskiem mieliśmy już w tym roku do czynienia w kwietniu br.

**Po stronie kluczowych składników podaży pieniądza: depozytów gospodarstw domowych i przedsiębiorstw obserwujemy coraz niższe dynamiki.** W przypadku tej pierwszej grupy depozytów, tempo wzrostu spowolniło z 24,7% r/r w poprzednim miesiącu do 23,5% r/r, co miało związek ze wspomnianymi, mniejszymi rozmiarami umorzeń środków z TFI. Widoczny staje się tu również wpływ efektów wyższej bazy z II poł. 2007 r., który każe nam oczekiwać kontynuacji tego trendu również w najbliższych miesiącach. Co więcej, w dłuższej perspektywie biorąc pod uwagę „jedynie” 15% tempo wzrostu funduszu płac trudny do utrzymania wydaje się wzrost depozytów gospodarstw domowych w tempie bliskim 25%. Bardziej stabilne dynamiki obserwujemy natomiast w przypadku kredytów dla gospodarstw domowych (wzrost o 30,8%, o 0,3 pkt. proc. więcej w porównaniu z lipcem).

**Naszą uwagę przykuwają szczególnie dane dla przedsiębiorstw; depozyty przedsiębiorstw spadły w sierpniu o ponad 2,1 mld zł, co oznacza spadek rocznej dynamiki do poziomu zaledwie 3,1%. Potwierdza to naszą diagnozę pogarszającej się kondycji strony podażowej gospodarki.** Naszym zdaniem spadek ten należy interpretować w kontekście pogarszających się wyników finansowych (przypomnijmy ostatnie dane o rachunkach narodowych, które wskazują na blisko 2,5-krotnie wolniejszy wzrost wartości dodanej w przemyśle i usługach w relacji do funduszu płac). Jesteśmy zdania, że dalsza obserwacja tej wielkości, obok wskaźników koniunktury, może być szczególnie przydatna w oszacowaniu skali nadchodzącego spowolnienia gospodarczego.

## Posiedzenie RPP, 24. września

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone według krzywej OIS*)
Podwyżka o 25 bps	<b>20%</b>
Stopy bez zmian	<b>80%</b>
Obniżka o 25 bps	<b>0%</b>

\* OIS – Overnight Index Swap

## Ceny terminowe ropy naftowej Brent (USD)

Kontrakt	Ask	Zmiana
<b>OCT8</b>	<b>95,91</b>	<b>-1,73</b>
<b>NOV8</b>	<b>0,00</b>	<b>0</b>
<b>DEC8</b>	<b>99,22</b>	<b>-1,63</b>

Data: 2008-09-15  
Godzina: 8:02:03

## Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,3595	2,3793

EUR/USD 1,4215 EUR/JPY 152,35 EUR/PLN 3,3550 USD/PLN 2,3600

Oslabienie dolara po informacji o planowanym wszczęciu procedury upadłościowej wobec banku inwestycyjnego Lehmen Brothers. Sesja dalekowschodnia bardzo nerwowa, a zmiany na kontraktach futures (wzrost prawdopodobieństwa kolejnej obniżki stóp) wskazują, że rynki zaczynają w coraz większym stopniu wyceniać recesję w USA.

Złoty stabilny. Z jednej strony informacje o bankructwie Lehman Brothers zwiększają awersję do ryzyka. Z drugiej strony zmiany na EUR/USD oraz rozpoczęcie gry konwergencyjnej wspiera złotego.

### Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Silne osłabienie USD pod wpływem doniesień z USA, możliwy ponowny test poziomów oporu 1,4440/1,4480 (przełamanie otwiera drogę na 1,4550/1,4650). Silne poziomy wsparcia ok. 1,4280/50.

wsparcie	Opór
1,4280	1,4545
1,4205	1,4480
1,4140	1,4440

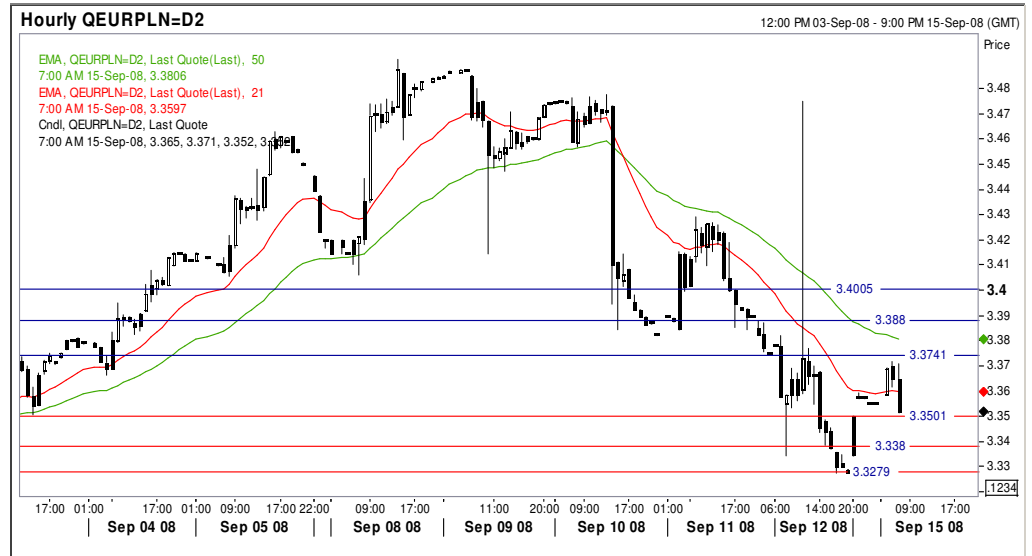


Źródło: Reuter

### Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Rosnąca awersja do ryzyka ogranicza aprecjację PLN, jednakże możliwy wydaje się test wsparcia 3,3500 (ewent. 3,3400). W dalszym terminie wzrost popytu na CE4 (*safe haven*) sprzyja złotemu.

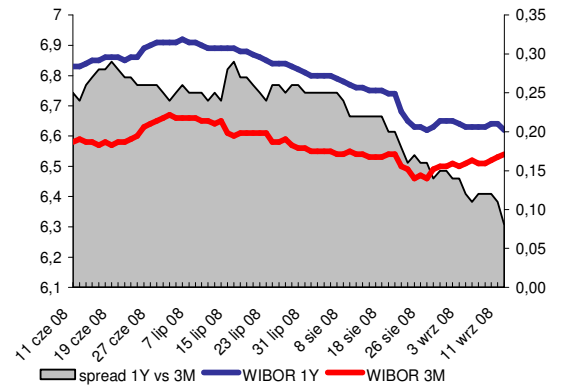
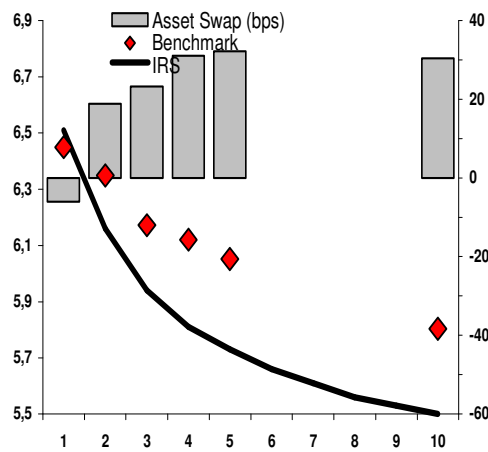
Wsparcie	opór
3,3500	3,4000
3,3380	3,3880
3,3280	3,3740



Źródło: Reuters

## Rynek stopy procentowej, Złoty

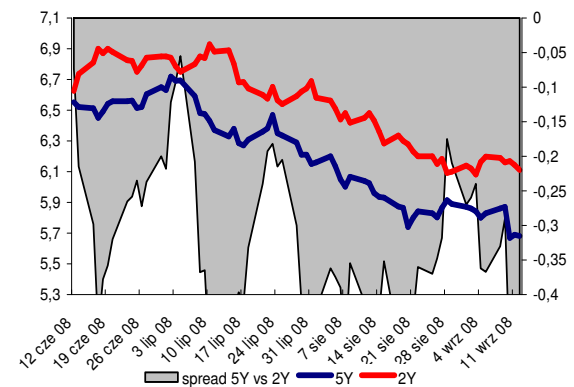
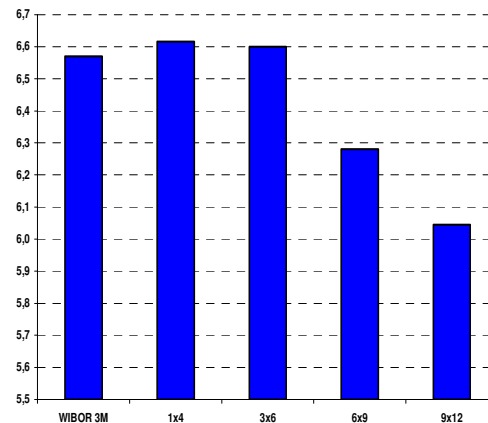
IRS	BID	ASK
1Y	6,49	6,53
2Y	6,14	6,18
3Y	5,92	5,96
4Y	5,79	5,83
5Y	5,71	5,75
6Y	5,64	5,68
7Y	5,59	5,63
8Y	5,54	5,58
9Y	5,51	5,55
10Y	5,48	5,52



depo	BID	ASK
ON	5,87	6,37
1M	6,12	6,32
3M	6,37	6,57

FRA	BID	ASK
1x2	6,33	6,40
1x4	6,57	6,62
3x6	6,55	6,60
6x9	6,23	6,28
9x12	6,00	6,05



### 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 UPRZĘDNIEGO 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 JAKĄKOLWIEK OSOBĘ DZIAŁAŃ LUB ZANIECHAŃ W ZWIĄZKU Z NINIEJSZYM OPRACOWANIEM JEST WYŁĄCZONA. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRZEDNIĄ PISEMNIĄ ZGODĄ AUTORÓW.*