

Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
EMU	11:00	Inflacja HICP r/r	wrzesień	-	3,8%	4,0%
GER	11:00	Indeks ZEW (pkt.)	wrzesień	-	-54,7 pkt.	-55,5 pkt.
USA	14:30	Inflacja CPI m/m	wrzesień	-	0,0%	0,8%
USA	20:15	Posiedzenie FOMC	-	-	2,0%	2,0%

Makroekonomia

Dziś decyzja Fed

Dzisiejsze posiedzenie Fed będzie zdominowane przez problemy płynnościowe systemu finansowego (echa bankructwa Lehman Brothers, przejęcia Merrill Lynch, czy kłopoty AIG). Choć jeszcze w niedzielę Fed rozszerzył rozmiary linii kredytowej w ramach repo do 200 mld USD i rozluźnił standardy dotyczące jakości zastawianych papierów wartościowych, **rynek oczekuje dziś dodatkowo obniżki stóp procentowych o 25 pb** (kontrakty futures pozwalają na oszacowanie prawdopodobieństwa obniżki stóp na dzisiejszym posiedzeniu na prawie 70%). Po znacznym obniżeniu cen ropy naftowej presja inflacyjna wydaje się być coraz mniej palącym problemem. Na pierwsze miejsce wysuwają się ponownie zagrożenia dla wzrostu gospodarczego i obawy o stabilność całego systemu finansowego. Ewentualna obniżka mogłaby wspierać lokalne banki i prawdopodobnie zapobiegać kolejnym akcjom ratunkowym ze strony państwa. **Z drugiej jednak strony nie wydaje nam się (sądząc po całej gamie działań skierowanych bezpośrednio w poprawę płynności na rynkach, w tym akceptowania akcji jako *collateral*) aby Fed uznał poziom Fed funds za główny problem jakiegoś doświadczającego system finansowy. Wreszcie kolejna obniżka stóp zbliżyłaby Fed funds do mocno kontestowanych poziomów z ery Greenspana.**

Sierpniowa inflacja znacznie poniżej oczekiwań

Szczyt inflacji spodziewany w sierpniu okazał się nie przekraczać wartości odnotowanej w lipcu. Roczny wskaźnik inflacji w obu tych miesiącach wyniósł 4,8%. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, pomimo wysokiej bazy z poprzedniego roku znaczne spadki cen żywności i cen paliw, odpowiednio 1,6% i 1,9% zapobiegły wzrostowi rocznego wskaźnika inflacji. Należy jednak podkreślić, że efekt wysokiej bazy wciąż jest widoczny w rocznych miarach inflacji bazowej; inflacja bazowa netto wzrosła według naszych szacunków do 4,0% r/r (w lipcu odnotowano wskaźnik na poziomie 3,5%), nowa miara inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii wzrosła zaś z 2,2 do 2,7-2,8% r/r. **W ujęciu miesięcznym inflacja netto i inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii wzrosły o zaledwie 0,2 i 0,1% m/m. Fakt ten, jak staramy się podkreślać już od**

kilku miesięcy, świadczy o umiarkowanych wtórnych efektach wzrostu energii, żywności i kosztów pracy.

Przechodząc do prognoz inflacji, spadkowy trend cen na rynku ropy naftowej i żywności implikuje dalszy spadek inflacji *headline* do 4,5-4,6% we wrześniu (swoje piętno odcisnę tu statystyczny efekt wysokiej bazy z jesieni 2007). W grudniu *headline inflation* może obniżyć się do poziomu poniżej 4%. **Podkreślamy jednak, że w kolejnych miesiącach spodziewamy się podwyższonych odczytów inflacji bazowej.**

Niższe dynamiki zatrudnienia i płac

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw nie uległo w sierpniu zmianie w ujęciu miesięcznym już 4 miesiąc z rzędu, notując dynamikę roczną na poziomie 4,2% r/r (konsensus rynkowy na poziomie 4,5%, poprzedni odczyt równy 4,7%). Odczyt spójny jest z badaniami koniunktury, które wciąż wskazują na redukcję etatów. Godny podkreślenia jest fakt, że ubytki miejsc pracy mają miejsce głównie w przemyśle - to właśnie ten dział gospodarki zostanie najsilniej dotknięty przez skutki globalnego spowolnienia. Redukcje etatów nie ominą prawdopodobnie także innych działów gospodarki - będą one jednak widoczne z pewnym opóźnieniem. **Naszym scenariuszem bazowym jest kontrakcja zatrudnienia w ujęciu miesięcznym w najbliższych miesiącach.**

Dynamika płac okazała się w sierpniu również dużą niespodzianką. Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 9,7% w ujęciu rocznym (konsensus rynkowy 11%, poprzedni odczyt równy 11,6%). **Odczyt jest wyraźnie niższy od obserwowanych w ostatnich miesiącach i nie wydaje się zakłócony przez jednorazowe świadczenia.** Zmiany otoczenia makroekonomicznego (rosnące w siłę globalne spowolnienie, coraz większe problemy płynnościowe na świecie, które niebawem staną się coraz wyraźniej odczuwalne wśród przedsiębiorców - importerów polskich towarów, a także niechęć do rozszerzania zatrudnienia przez krajowych przedsiębiorców) sugerują możliwość stopniowego osłabienia presji płacowej w polskiej gospodarce, zwłaszcza że zagrożenia dla sfery realnej wydają się w tym momencie niedoszacowane: większa otwartość gospodarki polskiej implikuje wyższe korzyści w czasach globalnego prosperity, ale także głębsze straty w chwilach załamania światowej koniunktury. Z punktu widzenia dynamiki płac istotny wydaje się także spadek inflacji odczuwalnej (żywność+paliwa), który oddala ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy. Kolejnym czynnikiem mogącym (statystycznie) obniżyć dynamiki płac jest pojawiająca się od października wysoka baza (nietypowe zmiany płac w październiku 2007 przypisywaliśmy nierównowadze na rynku pracy i napływowi absolwentów, którzy mogli wynegocjować znacznie wyższe stawki niż w analogicznych okresach w przeszłości).

Wczorajsze dane (pomimo całego zawirowania odnośnie zapowiedzi wchodzenia do strefy euro) istotnie zmniejszają oczekiwania co do dalszego zacieśnienia monetarnego (uczestnicy rynku spodziewali się wyraźnego szczytu inflacji na poziomie 5% i byli bardzo sceptyczni co do obniżenia dynamiki płac). Rynek zareagował gwałtownym spadkiem rentowności na krótkim końcu. Cena dwuletniego IRS spadła o 10 punktów bazowych.

Komentarze członków RPP (Noga, Sławiński i Czekaj) wskazują na pewne zaskoczenie danymi, choć trudno wskazać na nagłą zmianę poglądów co do bieżącej polityki monetarnej. Prof. Noga podtrzymuje swój sąd o konieczności dokonania jeszcze jednej podwyżki stóp. Sławińskiego ciągle niepokoi wzrost płac (jako komfortowe tempo wzrostu płac wskazuje on 6,5-7%). Prof. Czekaj podkreśla rolę projekcji październikowej i wskazuje na konieczność obserwowania danych o produkcji i sprzedaży detalicznej. Dziś spotkanie RPP z rządem. Spotkanie to, w wypadku przedstawienia przez rząd wiarygodnej ścieżki przyjęcia euro, może mieć pewien wpływ na prowadzenie polityki

monetarnej (oceniaamy, że w efekcie polityka będzie prowadzona mniej aktywnie, a zmiany stóp będą skoordynowane z ruchami ECB).

325 mln deficytu budżetowego po 8 miesiącach

Wykonanie deficytu budżetowego wyniosło po pierwszych 8 miesiącach roku zaledwie 325 mln zł, czyli 1,2% kwoty 27,2 mld zł zaplanowanej na cały rok. W analogicznym okresie ubiegłego roku budżet państwa zamknął się nadwyżką w wysokości 274 mln zł. W porównaniu do poprzedniego roku, niższe jest wykonanie budżetu zarówno po stronie dochodów, jak i wydatków (odpowiednio 61,4% oraz 56,1% względem 68,7% oraz 60,7% w ubiegłym roku).

Po stronie dochodowej budżetu - podobnie jak w poprzednich miesiącach - na niskim poziomie znajduje się wykonanie środków pochodzących z UE: zaledwie 36,3%. Sytuacja taka implikuje także automatyczne ograniczenia także po stronie niektórych wydatków. Po raz kolejny stosunkowo niska okazała się dotacja do FUS, której wykonanie sięgnęło tylko 55,1% (wobec 63,6% w poprzednim roku). Sytuacja taka sprawia, że po raz kolejny budżet ratuje niskie wykonanie po stronie wydatków.

Według szacunków Ministerstwa Finansów, deficyt wzroście pod koniec roku do około 23 mld zł. Podobnie jak w roku poprzednim wykorzystane zostaną możliwości przeniesienia części środków na kolejny rok budżetowy (mowa tu szczególnie o dotacji do FUS, który w obliczu mniejszego wzrostu gospodarczego w przyszłym roku może być bardziej obciążony, choć silnym czynnikiem ograniczającym potrzeby Funduszu będą ciecica w przywilejach emerytalnych). **Możliwość zastosowania tych zabiegów sprawia, że 18,2 mld zł deficytu planowanych na przyszły rok wydaje się w oczach uczestników rynku dość wiarygodne** (co automatycznie implikuje gładkie spełnienie kryteriów konwergencji w tym zakresie), **zwłaszcza w obliczu notowanej obecnie równowagi budżetowej.** Pierwsze próby kwestionowania wiarygodności planu konwergencji pojawią się prawdopodobnie wraz sygnałami głębszego spowolnienia gospodarczego.

USA: Negatywnych niespodzianek ciąg dalszy – produkcja przemysłowa spadła znacznie mocniej od prognoz

Produkcja przemysłowa w USA spadła w sierpniu o 1,1% m/m (konsensus rynkowy -0,3%) po niewielkim wzroście 0,2% w poprzednim miesiącu. W ujęciu rocznym dynamika ukształtowała się na poziomie -1,5%.

Niski odczyt produkcji przemysłowej to przede wszystkim efekt spadku aktywności sektora przetwórczego (dynamika miesięczna na poziomie -1,0%), w którym negatywnie wyróżniły się sekcje związane z produkcją samochodów (ponad 10% spadek produkcji w przeciągu miesiąca, fenomen niespotykany od ponad dekady). Spadek produkcji mediów to prawdopodobnie efekt nieco wyższych temperatur w sierpniu, natomiast mniejszy strumień produkcji w górnictwie (do którego zalicza się produkcja ropy naftowej) wynika prawdopodobnie z wyłączania instalacji wydobywczych z powodu huraganów (w sierpniu Gustav, obecnie Ike).

Wykorzystanie mocy wytwórczych obniżyło się do poziomu 78,7% osiągając poziom niemal równy minimum z recesji 90-91, choć jeszcze zdecydowanie powyżej najniższych wartości odnotowanych podczas recesji 2001-2002. Zmniejszenie wykorzystania mocy wytwórczych oznacza przede wszystkim zmniejszenie napięć inflacyjnych po stronie cen dyktowanych przez producentów. Jest to również sygnał, że dalsze ubytki zatrudnienia są jak najbardziej prawdopodobne (w ubiegłym miesiącu w samym przetwórstwie przemysłowym ubyło ponad 60 tys. miejsc pracy).

Wskaźniki koniunktury wskazują na lekką kontrakcję sektora przemysłowego w nadchodzących miesiącach. Podstawowym źródłem słabych wyników jest słabość popytu

wewnętrzny, jednak coraz istotniejszy staje się także popyt globalny, który do tej pory był kołem ratunkowym dla przetwórstwa (znaczenie nowych zamówień eksportowych prawdopodobnie zmaleje w najbliższym czasie także z uwagi na postępujące umocnienie dolara).

Posiedzenie RPP, 24. września

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

* OIS – Overnight Index Swap

Ceny terminowe ropy Brent (baryłka, USc)

Kontrakt	Ask	Zmiana
NOV8	9055	-352
DEC8	9221	-357
JAN9	9307	-387

Data: 2008-09-16
Godzina: 9:02:06

Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,3618	2,3591

EUR/USD 1,4235 EUR/JPY 148,65 EUR/PLN 3,3800 USD/PLN 2,3745

Dolar osłabiał się wobec koszyka walut po nagłym wzroście awersji związanym z upadłością Lehman Brothers i problemami kilku największych grup finansowych. Przejściowo dolar był wymieniany na poziomach zbliżonych do 1,43 wobec euro. Jednak końcówka sesji dalekowschodniej przyniosła ponowne osłabienie waluty europejskiej. Głównym beneficjentem wczorajszych wydarzeń okazał się jen, którego kurs wzrósł zarówno wobec USD, jak i EUR. Dziś kluczowe dla kursów głównych walut będzie miała decyzja Fed. Brak obniżki wspierał będzie dolara.

Złoty oscylował wokół poziomu 3,355 wobec euro okazując się niezwykłą odpornością na wzrost awersji do ryzyka niż pozostałe waluty regionu. Czynnikiem wspierającym złotego pozostaje kwestia wprowadzenia euro w Polsce.

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Rynek dyskontuje obniżkę stóp proc. w USA – jej brak może być katalizatorem dalszego osłabienia USD; ewentualne przełamanie 1,4305 otwiera drogę na 1,44/1,45.. Sentyment rynku wspiera dalsze umocnienie jena (odwracanie „carry” trades).

wsparcie	Opór
1,4180	1,4440
1,4120	1,4400
1,4080	1,4305



Źródło: Reuter

Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Awersja do ryzyka wzięła górę pod koniec sesji decydując o osłabieniu złotego (3,3850); uspokojenie nastrojów powinno jednak sprzyjać złotemu – kluczowy w średnim terminie będzie poziom wsparcia 3,30 (przełamanie sygnalizowałoby powrót do trendu wzrostowego). W krótkim terminie poziom silne wsparcie ok. 3,34 oraz 3,3280.

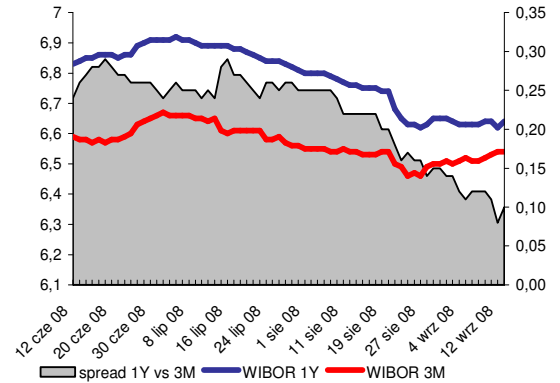
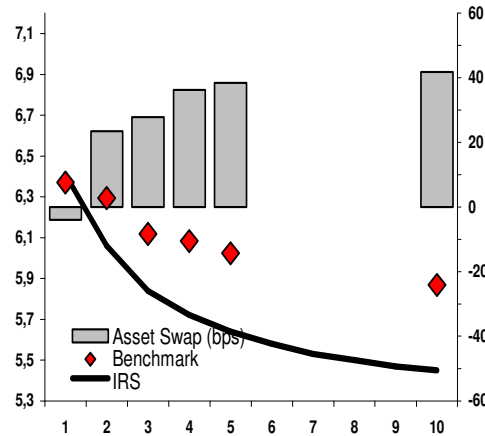
Wsparcie	opór
3,3525	3,4000
3,3410	3,3880
3,3280	3,3780



Źródło: Reuters

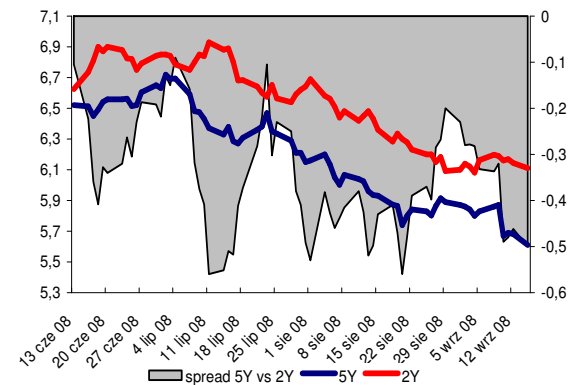
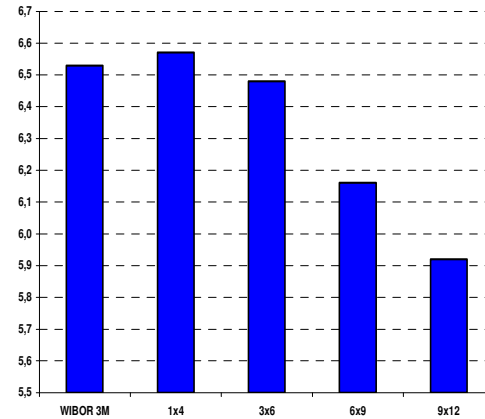
Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	6,39	6,43
2Y	6,03	6,09
3Y	5,81	5,87
4Y	5,69	5,75
5Y	5,61	5,67
6Y	5,55	5,61
7Y	5,50	5,56
8Y	5,47	5,53
9Y	5,44	5,50
10Y	5,42	5,48



depo	BID	ASK
ON	5,80	6,30
1M	5,74	5,94
3M	6,33	6,53

FRA	BID	ASK
1x2	6,30	6,36
1x4	6,51	6,57
3x6	6,44	6,48
6x9	6,12	6,16
9x12	5,86	5,92



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 UPRZĘDNEGO 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 WYŁĄCZNIENIOWY. 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 WYŁĄCZONĄ. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRZĘDNIĄ PISEMNIĄ ZGODĄ AUTORÓW.