

## Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
USA	14:30	Inflacja CPI m/m	wrzesień	-	0,0%	-0,1%
USA	14:30	Nowo zarejestrowani bezrobotni	Tydz. do 10.10	-	-	478 tys.
USA	15:15	Produkcja przemysłowa m/m	wrzesień	-	-0,6%	-1,1%

## Makroekonomia

### Stabilizuje się wzrost płac, nieco wyższy wzrost zatrudnienia

Dynamika płac okazała się zgodna z oczekiwaniami analityków i wyniosła we wrześniu 10,9%r/r (w sierpniu dynamika ta wyniosła 9,7% r/r). Po skorygowaniu o efekty związane z krótkookresowymi zmianami aktywności ekonomicznej oraz liczbę dni roboczych (+2 r/r) wzrost płac prawdopodobnie spadł do poniżej 10%, co odbieramy jako potwierdzenie obniżającego się trendu tego wskaźnika. Zmiany otoczenia makroekonomicznego (globalne spowolnienie, problemy płynnościowe oraz zaostrzenie warunków kredytowania przedsiębiorstw, które niebawem staną się coraz wyraźniej odczuwalne w polskiej gospodarce) 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. **Ze względu na istotne efekty bazowe spodziewamy się spadku rocznej dynamiki płac do poniżej 9% już w październiku.**

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło we wrześniu o 4,1% r/r. Należy podkreślić, że odczyt ten jest nie-co lepszy niż wynikałoby z badań koniunktury. Podtrzymujemy jednak naszą ocenę, że redukcje etatów nie ominą polskiej gospodarki, choć proces ten będzie opóźniony względem wydarzeń obecnie obserwowanych w innych krajach UE.

### Komentarze członków RPP

Dane o dynamice wynagrodzeń wywołały już tradycyjnie lawinę komentarzy członków RPP. Zdaniem **H. Wasilewskiej-Trenkner** ostatnie dane o wynagrodzeniach sugerują, że presja płacowa nie ustępuje. Jej zdaniem kluczowe będą dane o produkcji przemysłowej (ocena skali spowolnienia), choć ewentualny spadek inflacji determinowany będzie przez kurs złotego oraz wydarzenia światowe. Zwolennikiem dokładnej obserwacji danych o produkcji przemysłowej jest także **J. Czekaj** – niski odczyt potwierdzałby nadchodzące spowolnienie a wtedy nie byłoby potrzeby podnoszenia stóp procentowych. On sam zmieniłby wtedy

nastawienie na neutralne. O neutralnym nastawieniu mówił także **A. Wojtyna** – jego przyjęcie jest bardziej prawdopodobne niż obniżki stóp procentowych. Członek RPP wypowiedział się także o dynamice płac – jego zdaniem potrzeba 2-3 miesięcy, aby spowolnienie gospodarcze doprowadziło do zmniejszenia presji na wzrost wynagrodzeń. „Znaczne spowolnienie” gospodarcze pojawia się w wypowiedzi **S. Skrzyпка** – w jego opinii warunkuje to możliwość poluzowania polityki pieniężnej, lecz decydujące będą nadchodzące dane. Prezes zaznaczył także, w kierunku osłabienia procesów inflacyjnych działa stabilizacja cen żywności oraz spadki ceny ropy naftowej na światowych rynkach.

Wypowiedzi członków sugerują, że są oni w dalszym ciągu istotnie zależni od bieżących danych. Praktycznie wiemy już, że ścieżka inflacji w projekcji będzie przebiegała niżej; poszukiwanie potwierdzenia spowolnienia gospodarczego w danych może także sugerować dość znaczne obniżenie ścieżki wzrostu PKB. W tej sytuacji niewykluczone, że seria słabych danych ze sfery realnej (październikowe odczyty będą dobrym benchmarkiem, ponieważ nie będą zaburzone przez różnice w dniach roboczych w ujęciu rocznym) może przyspieszyć dążenia RPP do obniżenia stóp procentowych. Podtrzymujemy zatem 50% prawdopodobieństwo obniżki jeszcze przed końcem roku.

### **Dane Samar o produkcji samochodów**

We wrześniu wyprodukowano w Polsce 99 222 auta. Oznacza to miesięczny przyrost o 91,2% oraz roczny równy 23,9%. Dane o produkcji samochodów potwierdzają naszą diagnozę, że ze względu na efekt dni roboczych oraz koniec sezonu wakacyjnego (notabene cytowany także przez H. Wasilewską-Trenkner) odczyt produkcji przemysłowej może okazać się pozytywnym zaskoczeniem, zwłaszcza że pozostałe dane ze sfery realnej (zatrudnienie i płace) wskazują właśnie w tym kierunku.

### **Spowolnienie w gospodarce amerykańskiej coraz bardziej dotkliwe**

**We wrześniu w USA zanotowano największy spadek sprzedaży detalicznej od ponad trzech lat. Sprzedaż spadła o 1,2% m/m.** Po wyłączeniu sprzedaży aut agregat spadł o 0,7% (należy podkreślić, że sytuacja przemysłu samochodowego w USA jest równie , jeśli nie bardziej dramatyczna niż sektora finansowego – patrz pogłoski o bankructwie GM, a spadek optymizmu konsumenta, tak jak to historycznie bywało, również teraz przekłada się silnie na spadek popytu na auta). Dane te w połączeniu z publikacją Beżowej Księgi Fed (aktywność ekonomiczna spała we wszystkich 12 dystryktach, pogłębiają się spadki na rynku nieruchomości) oraz napływającymi prognozami wyników finansowych spółek giełdowych (znaczna część zrewidowała w dół prognozy, co w połączeniu z obawami o skuteczność planu Paulsona skutkowało to wczoraj największym od 1987 roku spadkiem indeksu giełdowego Dow Jones) wskazują na znaczne obniżenie konsumpcji prywatnej w III kw. Również średniookresowe perspektywy gospodarki amerykańskiej zaczynają wyglądać coraz gorzej, nie możemy wykluczyć, że w kolejnych kwartałach wyświetlą się dynamiki PKB bliskie zera (w II kw. 2008 zanotowano 2,8% wzrost PKB). Ze względu na szybko umacniającego się dolara oraz nadchodzącą recesję w strefie euro kontrybucja eksportu okaże się niewystarczająca aby zbilansować pogorszenie popytu wewnętrznego. **Sytuacja w gospodarce amerykańskiej włączając w to szybko spadającą inflację (patrz 50% spadek cen ropy naftowej) i widmo deflacji w przyszłym roku może zmusić Fed do obniżki stóp jeszcze na październikowym posiedzeniu.**

## Wciąż niskie wykonanie deficytu

Deficyt w budżecie państwa w okresie styczeń-wrzesień kształtował się na poziomie 4,2 mld zł (15,5% kwoty zaplanowanej na ten rok). W porównaniu z analogicznym okresem 2007 r., kiedy na rachunkach budżetu notowano deficyt na poziomie jedynie 200 mln zł, jest to jednak wynik słabszy.

Wykonanie dochodów budżetu państwa w pierwszych dziewięciu miesiącach roku sięgnęło 68,3% (w 2007 r. – 76,4%), przede wszystkim za sprawą wysokich poziomów wykonania wpływów z podatków PIT i CIT (po ok. 75%) oraz dochodów państwowych jednostek budżetowych (83,3%). Bardzo niski stopień realizacji ustawy budżetowej zanotowano natomiast w przypadku środków z UE (37,5%, dla porównania w ub.r. było to 45,5%), przede wszystkim za sprawą funduszy strukturalnych (absorpcja środków na poziomie 20%). Ograniczona absorpcja środków z UE w pewnym stopniu ograniczała również wydatki budżetu, których wykonanie osiągnęło 63,6% (o 4 pkt. proc. mniej niż przed rokiem). Do relatywnie niskiego poziomu wykonania wydatków przyczyniały się również ograniczone wydatki na obsługę zadłużenia krajowego (tylko 57,8% planu na ten rok). W wysokim stopniu zrealizowano natomiast subwencje dla funduszu emerytalno-rentowego (73,5%) oraz dla jednostek samorządu terytorialnego (82,3%).

**Oczekujemy, że następne miesiące przyniosą kumulację wpływów z UE, co z kolei ożywi wykonanie wydatków budżetu. Utrzymujemy przekonanie, że rządowy plan wykonania deficytu na poziomie 22,8 mld zł w całym 2008 r. jest w dalszym ciągu realny** (zwłaszcza ze względu na możliwość przeniesienia części dotacji do FUS na 2009 rok, kiedy wykonanie budżetu może być trudniejsze z uwagi na niższą inflację i niższe tempo wzrostu PKB).

## Posiedzenie RPP, 29. października

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

\* OIS – Overnight Index Swap

## Ceny terminowe ropy Brent (baryłka, USc)

Kontrakt	Ask	Zmiana
<b>NOV8</b>	<b>6961</b>	<b>-130</b>
<b>DEC8</b>	<b>7085</b>	<b>-172</b>
<b>JAN9</b>	<b>7304</b>	<b>-128</b>

Data: 2008-10-16  
Godzina: 7:56:07

## Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,5484	2,6029

EUR/USD 1,3400 EUR/JPY 134,30 EUR/PLN 3,5800 USD/PLN 2,6715

*Gwałtowne spadki na giełdach, spadki cen surowców w połączeniu z wypowiedziami Bernanke, który podkreślił, że skutki wprowadzenia pakietu ratunkowego mogą nie być natychmiastowe. W takiej sytuacji oczywistym beneficjentem stał się japoński jen (wzrost wartości wobec dolara do 99,26). Końcówka sesji japońskiej to spadki wartości euro, które wobec dolara spadło do najniższej dziennej wartości. Nie sądzimy, aby trend na EUR/USD zmienił się w najbliższych tygodniach. Zmiana prawdopodobna dopiero w połowie przyszłego roku.*

*Dramatyczna sytuacja na złotym jest zdecydowanie pochodną spadków wartości węgierskiego forinta (inwestorzy obawiają się tam o krach systemu bankowego, S&P obniżył rating dla zadłużenia zagranicznego). Do tego ponurego obrazka dołożyły się wczoraj najgłębsze od dwóch dekad spadki indeksów giełdowych i wzrost awersji do ryzyka. Uważamy, że złoty wzmocni się znacznie podczas dzisiejszej sesji. Należy jednak mieć na uwadze, że zmienność kursu walutowego pozostanie bardzo wysoka przez kolejne miesiące.*

### Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Konsolidacja poniżej 1,3450, następnie prawdopodobny test poziomów wsparcia 1,3350/1,3310. Silny poziom oporu ok. 1,3450/75. Trend na jenie istotnie wpływa na umocnienie dolara.

wsparcie	Opór
1,3350	1,3535
1,3310	1,3480
1,3250	1,3450

Źródło: Reuter

### Krótkoterminowe prognozy, Złoty

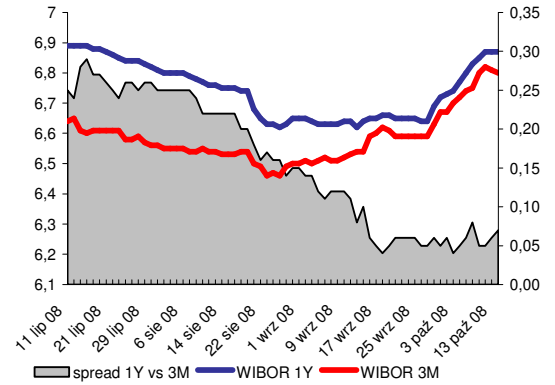
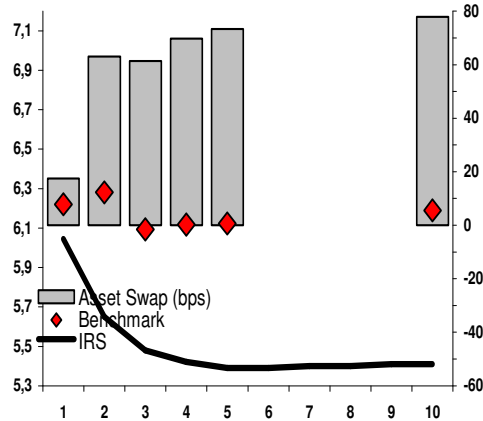
Prawdopodobne odreagowanie wieczornej wyprzedazy PLN (przy braku płynności na rynku); konsolidacja w paśmie 3,5450 - 3,60. Powyżej 3,60 możliwe stoplosy.

Wsparcie	opór
3,5450	3,6250
3,5150	3,6000
3,5000	3,5850

Źródło: Reuters

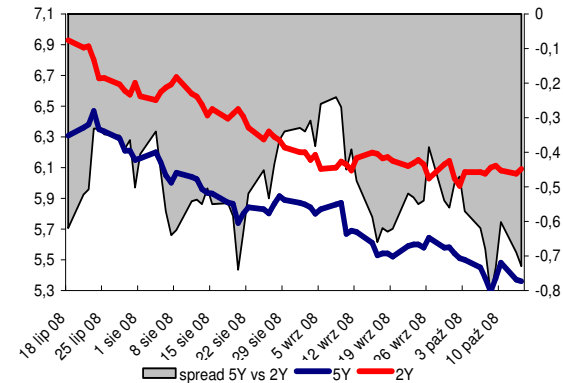
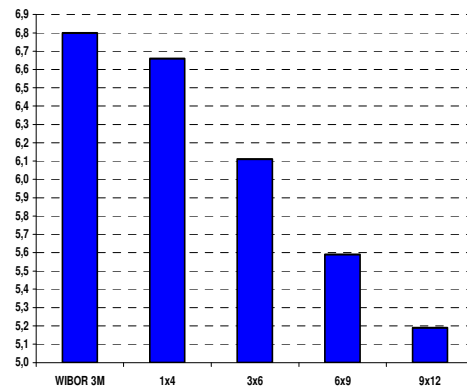
## Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	6,02	6,07
2Y	5,61	5,69
3Y	5,46	5,50
4Y	5,38	5,46
5Y	5,37	5,41
6Y	5,37	5,41
7Y	5,36	5,44
8Y	5,38	5,42
9Y	5,37	5,45
10Y	5,39	5,43



depo	BID	ASK
ON	5,95	6,30
1M	6,27	6,57
3M	6,50	6,80

FRA	BID	ASK
1x2	6,41	6,46
1x4	6,62	6,66
3x6	6,07	6,11
6x9	5,55	5,59
9x12	5,15	5,19



### UWAGA!

NINIEJSZE OPRAWOWANIE 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 OPRAWOWANIU AUTORZY NIEKONIECZNIE POZOSTAJĄ W ZGODZIE Z OPINIAMI BRE BANKU. KWOTOWANIA WSKAZANE W OPRAWOWANIU 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 OSWIADCZAJĄ, ŻE INWESTOR NIE POWINIEN DZIAŁAĆ WYŁĄCZNIE NA PODSTAWIE NINIEJSZEGO OPRAWOWANIA, 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 OPRAWOWANIEM JEST WYŁĄCZONA. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRAWOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRZEDNIĄ PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.