

**DEPARTAMENT RYNKÓW FINANSOWYCH BRE BANKU**

ERNEST PYTLARCZYK TEL. 0 22 829 0166

MARCIN MAZUREK TEL. 0 22 829 0183

WOJCIECH TRZEPIZUR TEL. 0 22 829 0188

E-MAIL: [research@brebank.com.pl](mailto:research@brebank.com.pl)**Daily Letter****środa, 15 lipca 2009**

STRON: 7

**Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia**

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

**Makroekonomia****Nieznaczny spadek inflacji w czerwcu**

W czerwcu roczny wskaźnik inflacji nieznacznie się obniżył do 3,5% z 3,6% zanotowanych w maju. Na znaczną rozbieżność naszej prognozy (3,8-3,9%) z ostatecznymi danymi GUS złożyły się praktycznie „tylko i wyłącznie” szacunki cen żywności (w czerwcu nastąpił dość głęboki, plasujący się blisko dolnej granicy wzorca sezonowego spadek cen owoców (o 11,3%) i warzyw (o 7,5%)).

Uderzający jest wzrost cen (w ujęciu miesięcznym) w kategoriach popytowych koszyka inflacyjnego. W czerwcu zanotowano silne wzrosty w kategorii rekreacja i kultura (1,1% m/m), co było wynikiem wyższego kursu euro i wzrostem cen w zakresie turystyki zagranicznej. Czerwiec był również kolejnym miesiącem z silnym wzrostem cen w kategorii restauracje i hotele (0,5%), o 0,4% kolejny miesiąc z rzędu wzrosły ceny w kategorii „inne towary i usługi”. Szacujemy, że wskaźnik inflacji bazowej liczony po wyłączeniu cen żywności i energii obniżył się jedynie nieznacznie w stosunku do wartości z maja i osiągnął poziom 2,7% r/r (obniżenie wskaźnika wynikało przede wszystkim z efektów bazowych).

**Szacujemy wstępnie, że inflacja CPI w lipcu zbliży się do poziomu 3,0-3,2%. Przez kolejne miesiące będzie zaś utrzymywała się powyżej poziomu 3%. W IV kw. wskaźnik może wzrosnąć ponownie ze względu na silne efekty bazowe związane z gwałtownymi spadkami cen paliw na jesieni 2008. Oczekujemy że wskaźnik inflacji bazowej będzie obniżał się w bardzo wolnym tempie (w lipcu może osiągnąć poziom 2,7-2,8%).**

Coraz ciekawiej wygląda kwestia inflacji w 2010 roku. Silne efekty bazowe z I kw. 2009 roku mogą przyczynić się do obniżenia rocznego wskaźnika inflacji do poziomu około 1,5% r/r. Perspektywy na rok 2011 mogą jednak w dużym stopniu zależeć od polityki

fiskalnej (w tym zmian podatkowych).

**Dane o inflacji nie zmieniają naszego postrzegania polskiej polityki monetarnej. Wydaje nam się, że konsensus w RPP (również ze względu na podwyższony poziom inflacji netto, eksperymenty z alternatywnymi instrumentami polityki monetarnej oraz niepożądaną desynchronizację z polityką stóp ECB) dryfuje w stronę odłożenia decyzji o obniżce stóp na jesień tego roku (rozstrzygnięta do tego czasu może zostać kwestia uporczywości inflacji netto, NBP będzie dysponował również nową projekcją inflacyjną). Podkreślamy jednak, że obniżkę na jesieni ciągle widzimy w kategorii ryzyka, a nie bazowego scenariusza.**

## **Podaż pieniądza w czerwcu. Spadek depozytu FUS i znaczny wzrost depozytów przedsiębiorstw.**

Podaż pieniądza M3 wzrosła na koniec czerwca do 693,5 mld zł z 685,4 mld zł zanotowanych na koniec maja. Roczna dynamika podaży pieniądza ukształtowała się na poziomie 124,3% wobec 14,2% zanotowanych w maju. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami w czerwcu mieliśmy do czynienia z dalszym znacznym spadkiem depozytów FUS (o ponad 3 mld zł), co bezpośrednio wiąże się z rosnącym deficytem FUS. Zgodnie z trendem z ostatnich miesięcy zachowały się natomiast depozyty gospodarstw domowych (wzrost o 1,2% m/m) co jest wynikiem wzrostu stopy oszczędzania i wojny depozytowej toczącej się w sektorze bankowym. Od początku roku depozyty gospodarstw domowych wzrosły już o ponad 9%. Zaskakująco wysoką dynamikę depozytów odnotowano po stronie przedsiębiorstw (5,1% m/m i wzrost o 7,2 mld zł). Wzrost ten w znacznej mierze wynika prawdopodobnie ze zwrotów podatków. Po stronie kredytów potwierdzone zostały w zasadzie tendencje z ostatnich miesięcy, a więc mizerny wzrost kredytów gospodarstw domowych (0,8% m/m) i dalszy spadek kredytu dla przedsiębiorstw (-1,0% m/m).

**Naszym zdaniem pozostałą część roku charakteryzować powinien właśnie przyzwoity wzrost depozytów gospodarstw domowych, „magazynowanie” gotówki przez przedsiębiorstwa oraz dalsze delewarowanie przedsiębiorstw przez banki przekładające się na spadek kredytów.**

## **Coraz wyższa nadwyżka na rachunku obrotów bieżących**

W maju odnotowano kolejną nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących, tym razem w wysokości 207 mln EUR wobec 147 mln EUR przed miesiącem. Na nadwyżkę złożyły się: niewielkie ujemne saldo obrotów towarowych na poziomie -58 mln EUR (wobec deficytu na poziomie -4 mln EUR w poprzednim miesiącu), dodatnie saldo transferów bieżących (467 mln euro), usług (235 mln EUR, co wynikało z osłabnięcia popytu na usługi zagraniczne) oraz ujemne saldo dochodów (-437 mln EUR).

Oslabienie złotego i substytucja wyrobów zagranicznych wyrobami krajowymi (połączone z niskim optymizmem konsumentów) pozwoliły na kontynuację gwałtownej korekty importu (-32,8% w ujęciu rocznym) przy znacznie niższym spadku eksportu (-23,8%), co zaowocowało względnie niskim deficytem na bilansie handlowym. Warto w tym miejscu

zaznaczyć, że lepszy wynik eksportu został wygenerowany przez eksport samochodów (głównie do Niemiec), którego tempo wzrostu znalazło się na dodatnim terytorium w ujęciu rocznym.

**Uważamy, że wraz z poprawą koniunktury u naszych głównych partnerów handlowych (w polskim eksporcie ciągle wiodącą rolę odgrywają wyroby o niskim stopniu przetworzenia, służące jako nakład w produkcji za granicą) oraz słabością popytu krajowego, różnica pomiędzy dynamiką eksportu i importu może się w dalszym ciągu rozszerzać (lub pozostać na względnie wysokim poziomie ze względu na dość wysoką importochłonność eksportu). Wynikająca stąd wysoka kontrybucja eksportu netto będzie statystycznie upiększać dynamikę PKB w 2009 roku, która pozostanie dodatnia mimo słabej konsumpcji i ograniczenia popytu inwestycyjnego. Uważamy, że tendencja ta zostanie potwierdzona w danych o PKB za II kwartał. Kontrybucja eksportu netto na poziomie 3pp. oraz mniejsze negatywne dostosowanie zapasów (nieco lepsze dane o sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej) nie wykluczają tempa wzrostu PKB na poziomie 1-1,5%.**

Co do pasywnej części bilansu płatniczego, uwagę zwracają przede wszystkim ujemne zagraniczne inwestycje zagraniczne w Polsce (-474 mln EUR), rekompensowane przez wyższe zakupy papierów wartościowych w ramach inwestycji portfelowych. Najnowsze dane mogą także po części zadowolić dotychczasowych sceptyków – w maju odnotowano mniejszy przyrost deficytu na saldzie błędów i opuszczeń.

Uważamy, że najbliższe miesiące będą charakteryzować się naturalnym przekierowaniem przepływów środków z bezpośrednich inwestycji zagranicznych, które odbije się negatywnie na tego typu finansowaniu w emerging markets (w tym również w Polsce). Z uwagi jednak na pozytywne tendencje w ramach rachunku obrotów bieżących (szybkie równoważenie bilansu handlowego, dodatni bilans transferów i usług – niewykluczone, że stosunek C/A do PKB w całym 2009 roku może się zbliżyć do zera) scenariusz standardowego kryzysu walutowego jest bardzo mało prawdopodobny. Uważamy, że korzystne tendencje na samym rachunku handlowym pozwolą na względnie bezbolesne doczekanie fazy mniejszej awersji do ryzyka.

## **Niemcy: słabszy indeks ZEW**

Indeks ZEW (dotyczący wyłącznie oczekiwań) obniżył się w lipcu do 39,5pkt. z 44,8pkt. miesiąc wcześniej; utrzymał się jednak powyżej długoterminowej średniej na poziomie 26,3pkt. Indeks opisujący sytuację bieżącą pozostał na bardzo niskim poziomie (-89,3pkt.).

Spadek indeksu można rozpatrywać w kategoriach rozczarowania inwestorów. Wiele miesięcy wzrostu oczekiwań nie spotkało się z lepszymi „twardymi” danymi ze sfery realnej gospodarki. Z tego względu optymizm wiedziony był przekonaniem, że „gorzej już być nie może”. Choć ostatnie dane o produkcji przemysłowej i nowych zamówieniach w niemieckim przemyśle okazały się dużo lepsze od oczekiwań (stanowiąc pewnego rodzaju potwierdzenie, że ożywienie może mieć bardziej trwały charakter) ich publikacja mogła

się minąć z okresem przygotowania indeksu ZEW i z tego względu nie została uwzględniona przez ankietowanych.

**Zachowanie indeksu w najbliższych miesiącach będzie zdeterminowane przez bieżące dane. Można liczyć, że wraz z ich poprawą do wzrostów powrócą także oczekiwania inwestorów (choć z uwagi na dużą zmienność oczekiwań uważamy, że lepiej śledzić indeks opisujący sytuację bieżącą, która wydaje się warunkiem koniecznym ukonstytuowania ożywienia gospodarczego). Miesiącem próby dla indeksu będzie prawdopodobnie wrzesień, kiedy wygasają ulgi na zakup nowego samochodu (zarówno dane o produkcji przemysłowej, jak też struktura importu pokazują dużą wagę zwiększonego handlu na rynku samochodów). Mimo możliwej kontrakcji sektora samochodowego po tym terminie, dalszej poprawie mogą ulec czynniki o bardziej fundamentalnym znaczeniu – z rozpędzającą się gospodarką Chin w roli głównej.**

## USA: sprzedaż detaliczna pompowana przez ceny paliw

Sprzedaż detaliczna w USA wzrosła w czerwcu o 0,6%, po poprawie o 0,5% w maju (konsensus rynkowy na poziomie 0,4%). Spory wpływ na wynik miała sprzedaż paliw (+5%, praktycznie głównie z uwagi na efekty cenowe) oraz sprzedaż samochodów (trzeci z rzędu wzrost – generowany niejako sztucznie przez rządowe programy związane z ekologią oraz wyprzedaże organizowanymi przez restrukturyzujące się koncerny samochodowe). Wyłączając te czynniki, sprzedaż detaliczna pozostaje słaba – kategoria retail control po wyłączeniu paliw (agregat oczyszczony dodatkowo o sprzedaż samochodów i materiałów budowlanych) zanotowała w czerwcu spadek o 0,1% - identycznie jak w maju.

**Biorąc pod uwagę inflację, realne wydatki konsumpcyjne pozostały prawdopodobnie na poziomie z I kwartału. Doszacowanie dynamiki PKB przy pomocy przeciętnej liczby przepracowanych godzin pozwala sądzić, że dynamika PKB w II kwartale będzie lepsza niż w I kwartale – krajowa sprzedaż finalna pozostanie słaba a lepszy odczyt PKB będzie wynikiem wyższej kontrybucji eksportu netto.**

## Posiedzenie RPP, 29. lipca

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

\* OIS – Overnight Index Swap

## Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	4,361
USD/PLN	3,116
CHF/PLN	2,878

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1,397
EUR/JPY	130,770
EUR/PLN	4,295
USD/PLN	3,079
CHF/PLN	2,826

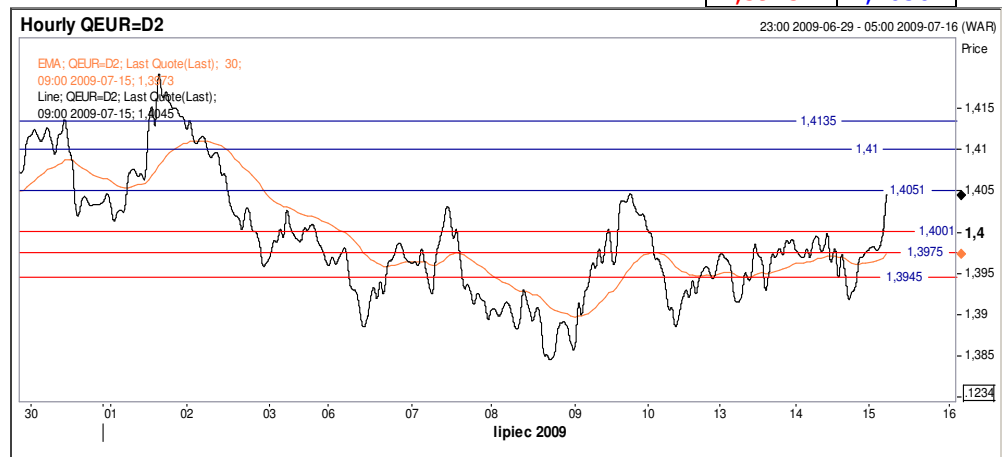
Na początku dnia EURUSD poruszał się jeszcze w górę na zleceniach s/l. Lepsze dane o sprzedaży detalicznej oraz dobre wyniki Goldman Sachs pozwoliły w dalszej części sesji na umocnienie dolara. Koniec amerykańskiej sesji przyniósł z kolei wyprzedz dolara a EURUSD dziś rano znów przebił poziom 1,4 podsycany zleceniami s/l. Grany ostatnio range nie został w żadną stronę przełamany. Dziś istotne dane o produkcji przemysłowej oraz FOMC „Minutes”.

Złoty pod silnym wpływem spadku awersji do ryzyka i wzrostów na światowych giełdach. Sprawdziły się nasze przewidywania co do asymetrycznych krótkookresowych ryzyk dla złotego. Pozycjonowanie rynku zdecydowanie zwiększało szanse na aprecjację polskiej waluty w przypadku spadku awersji do ryzyka na rynkach globalnych. Dodatkowym wsparciem dla złotego okazały się dane lokalne (niższa inflacja i nadwyżka na rachunku obrotów bieżących). Utrzymanie dobrego sentymentu na rynkach światowych otwiera drogę do testowania poziomu 4,25.

## Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Stoplosy po przełamaniu 1,40/1,4020.. prawdopodobny test poziomów oporu 1,4050/70. Silny poziom oporu ok. 1,4135/50.

Wsparcie	Opór
1,4000	1,4135
1,3975	1,4100
1,3945	1,4050

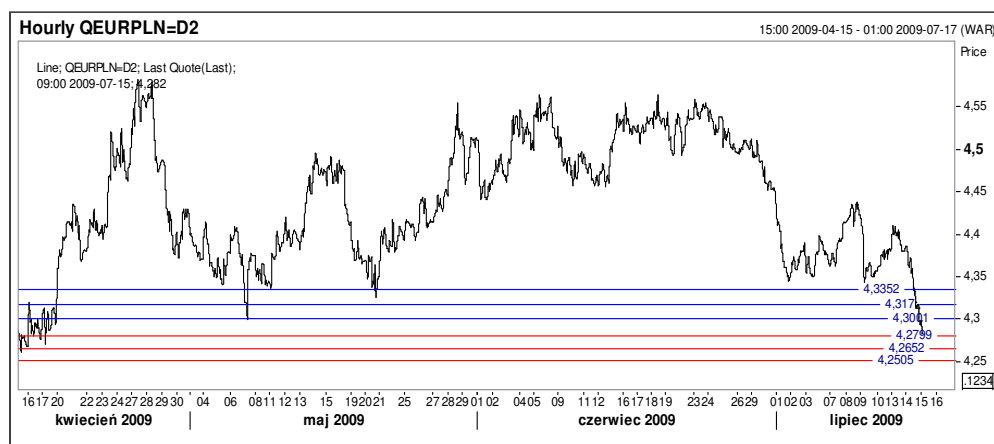


Źródło: Reuter

## Krótkoterminowe prognozy, EUR/PLN i USD/PLN

Stoplosy od przełamania 4,35 zadecydowały o skokowym umocnieniu PLN. Prawdopodobna korekta w drugiej połowie dnia, jednak ewentualna konsolidacja poniżej 4,30 pozytywna dla PLN w średnim terminie (celem jest 4,20).

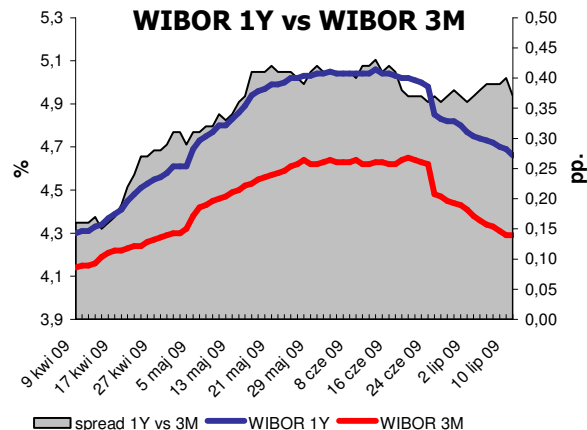
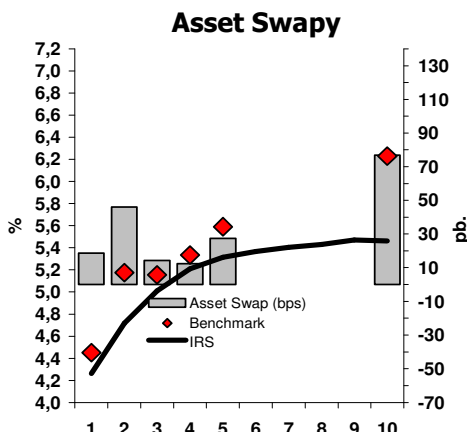
Wsparcie	Opór
4,2800	4,3350
4,2650	4,3170
4,2500	4,3000



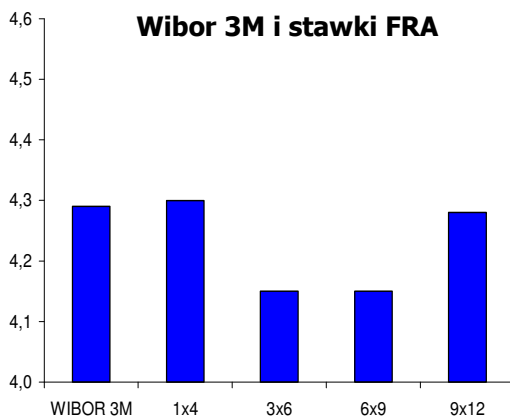
Źródło: Reuters

## Rynek stopy procentowej, PLN

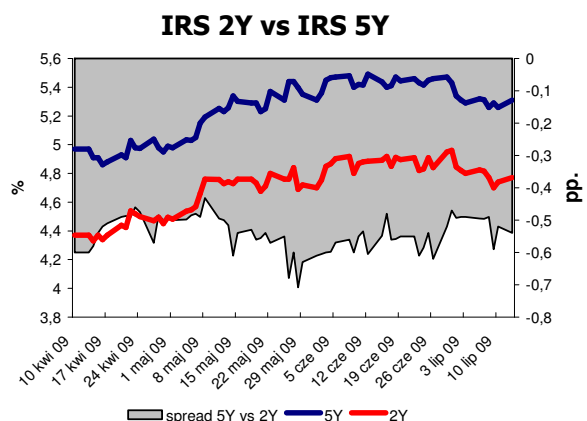
IRS	BID	ASK
1Y	4,22	4,30
2Y	4,67	4,77
3Y	4,96	5,06
4Y	5,16	5,26
5Y	5,27	5,37
6Y	5,32	5,42
7Y	5,36	5,46
8Y	5,38	5,48
9Y	5,42	5,52
10Y	5,41	5,51



depo	BID	ASK
ON	2,80	3,10
1M	3,45	3,65
3M	4,10	4,30

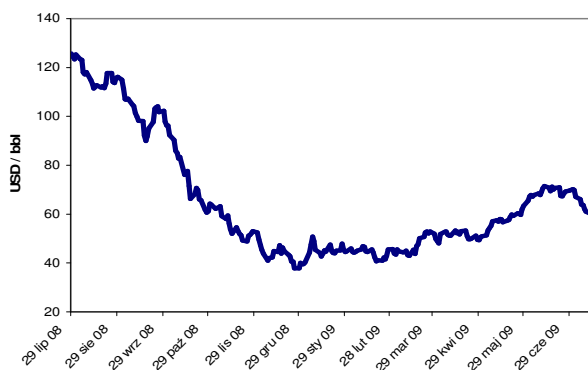


FRA	BID	ASK
1x2	3,60	3,65
1x4	4,25	4,30
3x6	4,10	4,15
6x9	4,10	4,15
9x12	4,24	4,28

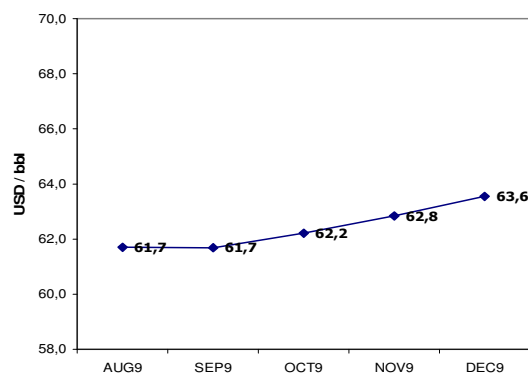


## Surowce: ropa naftowa

### Indeks cen ropy naftowej



### Brent, kontrakty futures



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