

**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**Daily Letter****środa, 16 września 2009**

STRON: 7

Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
POL	14:00	Zatrudnienie r/r	Sierpień	-2,3%	-2,3%	-2,2%
POL	14:00	Płace r/r	Sierpień	3,9%	3,2%	3,9%
USA	14:30	Inflacja CPI m/m	Sierpień	-	0,3%	0,0%
USA	14:30	Inflacja bazowa CPI m/m	Sierpień	-	0,1%	0,1%
USA	15:15	Produkcja przemysłowa m/m	Sierpień	-	0,7%	0,5%
USA	15:15	Wykorzystanie mocy wytwórczych	Sierpień	-	69,1%	68,5%
USA	19:00	Indeks HMI (NAHB)	Wrzesień	-	19pkt.	18pkt.

Makroekonomia**Dzisiaj dane o zatrudnieniu i płacach.**

O godz. 14.00 opublikowane zostaną dane o zatrudnieniu i wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw za sierpień. Oczekujemy -2,3% r/r spadku zatrudnienia, co byłoby jednak wyrazem stabilizacji sytuacji na rynku pracy. Nasza prognoza wynika ze znacznej poprawy wskaźników koniunktury dla rynku pracy. Poprawa ta jest szczególnie widoczna w transporcie. Wzrost wynagrodzeń w sierpniu szacujemy na poziomie 3,9% r/r, co również w dużej mierze wynikać powinno z pozytywnych zmian obserwowanych w transporcie (około 9% ogółu zatrudnionych).

Inflacja nadal rośnie

W sierpniu roczny wskaźnik inflacji wzrósł do 3,7% z 3,6% zanotowanych w lipcu. Wynik był zgodny z wcześniejszą prognozą MinFinu.

Sierpień był kolejnym miesiącem z rosnącą inflacją bazową. Roczny wskaźnik inflacji po wyłączeniu cen energii i żywności oceniamy szacujemy obecnie na poziomie zbliżonym do odczytu lipcowego, czyli 2,9%. W koszyku inflacji bazowej miesięczne wzrosty cen zanotowano w kategoriach użytkowanie mieszkania (0,2% m/m), rekreacja i kultura (0,1% m/m), zdrowie (0,2% m/m) i restauracje i hotele (0,2% m/m). W sierpniu ceny żywności i paliw były odpowiednio niższe o 1,3% i 1,9% m/m.

Przechodząc do perspektyw na najbliższe miesiące, oceniamy, że inflacja nadal będzie utrzymywać się na podwyższonych poziomach; we wrześniu możliwy nieznaczny spadek wskaźnika rocznego, na koniec roku inflacja prawdopodobnie ukształtuje się w przedziale

3,5-4,0% (podkreślamy dużą wrażliwość odczytów względem cen żywności i paliw). Do spadku wskaźnika rocznego może dojść w II kw. 2009 roku, kiedy to uwidocznia się silne efekty związane z wysoką bazą z roku 2009. Podkreślamy jednak, że istnieje ryzyko wystąpienia masywnych podwyżek cen kontrolowanych (ze względu na napiętą sytuację budżetową samorządów) również w roku przyszłym.

Dane nie zmieniają naszego postrzegania polskiej polityki monetarnej. Inflacja jest zbyt wysoka jak na fazę cyklu koniunkturalnego; dużą uporczywością charakteryzuje się inflacja bazowa. Potencjalnie proinflacyjnym czynnikiem wydaje się przyszłoroczna ekspansja fiskalna (nie tylko w kategoriach podwojonego deficytu budżetowego, lecz także jako stosunek wydatków do PKB). Stopa bazowa NBP pozostanie więc na poziomie 3,5% do końca kadencji tej Rady. Co więcej, prawdopodobnie w październiku wraz z publikacją nowej projekcji inflacyjnej RPP zmieni swoje nieformalne nastawienie w polityce pieniężnej na neutralne. Wniosek ten potwierdzają także najnowsze komentarze członków RPP. Owsiak uważa, że dane nie stanowią argumentu za łagodzeniem polityki pieniężnej (choć na razie sceptycznie wypowiada się odnośnie zmiany nastawienia). Wasilewska-Trenkner wspomniała nawet o potrzebie zacieśnienia monetarnego w przypadku wystąpienia ożywienia gospodarczego.

Jak już wspomnieliśmy, widzimy ryzyka wyższej inflacji niż zakłada (determinowany głównie efektami statystycznej bazy) konsensus prognoz analityków (prawdopodobnie przedział 1,0-1,5% w roku 2010). Ciągłe uważamy, że z uwagi na łagodne obejście się spowolnienia z rynkiem pracy, inflacja może zacząć ponownie rosnać pod koniec 2010 roku. Stąd też skala kolejnego zacieśnienia może być „znaczna” .

Deficyt budżetowy po sierpniu na poziomie 15,6 mld zł

Wykonanie deficytu sięgnęło w sierpniu 57,5% planu (lub 70% licząc według bardziej optymistycznego wariantu z deficytem na poziomie 22,5 mld zł).

Dochody budżetu po 8 miesiącach roku uplasowały się na poziomie 183 mld zł (wykonanie na poziomie 67,2%), w tym dochody podatkowe na poziomie 156,9 mld zł (wykonanie na poziomie 67,9%); w obydwu przypadkach wykonanie planu było lepsze niż w ubiegłym roku. Całkowite dochody prezentują się coraz lepiej w porównaniu z ubiegłym rokiem; duża w tym jednak zasługa wysokich wpływów unijnych (63,3% wykonania względem 36,3% w ubiegłym roku) oraz wysokich dochodów pozostałych (wykonanie sięga na tym polu prawie 100% i w związku z planowanymi kolejnymi wypłatami dywidend, m. in. PZU i Enea, prawdopodobnie uplasuje się na poziomie ponad 3-krotnie wyższym). Utrzymuje się pozytywny trend (choć dość płaski) na dochodach w postaci podatków pośrednich; skumulowane wpływy z VAT są co prawda wciąż znacznie niższe niż w ubiegłym roku w ujęciu absolutnym, jednak roczna dynamika liczona dla wpływów z poszczególnych miesięcy wydaje się kontynuować trend wzrostowy. Podatki bezpośrednie (PIT, CIT) w dalszym ciągu znacznie odstają od wyników z ubiegłego roku i jak na razie nie widać na tym polu żadnej poprawy.

Przechodząc do wydatków, wyniosły one 199 mld zł (66,3% całorocznego planu, znacznie powyżej 56,1% z roku ubiegłego). Wydaje się, że Ministerstwa nie czekają z

realizacją wydatków do końca roku, lecz w obawie o dalsze cięcia budżetów starają się wydawać środki na bieżąco. Co do wydatków zdeterminowanych, blisko maksimum planu plasują się wydatki na obsługę długu zagranicznego (silne efekty kursowe z początku roku). Na wysokim poziomie utrzymuje się dotacja do FUS (po sierpniu zrealizowano 77,6% planu – w ubiegłym roku zaledwie 55,1%; w liczbach bezwzględnych dotacja przyznana do tej pory jest o ponad 5 mld zł wyższa).

Choć niektóre komentarze sugerują, że minister Rostowski zbyt wcześnie zapowiedział zredukowanie (wcześniej zwiększonego) deficytu budżetowego na bieżący rok, jest to scenariusz prawdopodobny. Głównym orężem na polu zmniejszania deficytu mogą okazać się wpływy z VAT, które z uwagi na stabilizację popytu wewnętrznego mogą przynieść ponadprogramowe dochody (choć z uwagi na możliwość zawyżenia wpływów z tego podatku w miesiącach letnich z weryfikacją tego scenariusza trzeba będzie poczekać do jesieni). Istotnym źródłem dochodów budżetowych pozostają także wpływy z dywidend (kategoria pozostałe dochody).

USA: zaskakująco dobre dane o sprzedaży detalicznej. Scenariusz W i drugie dno recesji coraz mniej prawdopodobne.

W sierpniu zanotowano największy od trzech lat miesięczny wzrost sprzedaży detalicznej w USA (2,7% m/m, wobec -0,2% w lipcu i konsensusie prognoz na poziomie 1,7%). Choć wzrost ten w dużej mierze wyindukowany został zakupami nowych samochodów (program cash for clunkers) należy podkreślić równoległą poprawę w pozostałych składowych. Po wyłączeniu samochodów sprzedaż detaliczna wzrosła 1,1% m/m, znacznie powyżej najbardziej optymistycznych prognoz. Po wyłączeniu samochodów, paliw i materiałów budowlanych, sprzedaż w tzw. retail control, czyli agregacie wykorzystywanym bezpośrednio do szacowania popytu konsumpcyjnego wzrosła o 0,8% m/m wobec 0,3% spadku zanotowanego w lipcu. Dane te mogą wskazywać więc na istotną poprawę popytu konsumpcyjnego w III kw. Co więcej, rodzą także nadzieje, że ożywienie może nie odbywać się całkowicie z pominięciem amerykańskiego konsumenta (dominującym poglądem ciągle jest oparcie pierwszej fazy ożywienia na stronie podażowej).

Seria ostatnich danych oraz wczorajszy komentarz B. Bernanke, w którym w sposób do tej pory najbardziej dosłownie wskazał na koniec recesji, wskazują jak bardzo naiwne mogą okazać się wynikające ze statycznego pojmowania procesów ekonomicznych oczekiwania analityków co do W-kształtnego ożywienia w gosp. amerykańskiej (i oczekiwania na drugie dno recesji). Celem uporządkowania terminologii, pamiętajmy, że scenariusz „W” w swoim pierwotnym znaczeniu oznacza podwójne dno recesji, nie zaś naturalne fluktuacje PKB wokół trendu.

Dynamiczne efekty dotychczasowych stymulant fiskalnych oraz sam mechanizm cykli koniunkturalnych podpowiada bardziej tradycyjny sposób wychodzenia z recesji (pozytywne dynamiki PKB w kolejnych kwartałach). Pamiętajmy, że kumulacja stymulacji fiskalnej przypada na rok 2010 (236 mld USD w roku 2010 wobec planowanych około 120 mld USD na rok 2009). Nie będą to już tak „prymitywne” instrumenty jak mający dać natychmiastowe, choć prawdopodobnie krótkotrwałe efekty cash for clunkers. W 2010

roku gros wydatków będzie miało charakter inwestycyjny, w tym inwestycji infrastrukturalnych, stąd ich większy spodziewany wpływ na rynek pracy.

Posiedzenie RPP, 30. września

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	4,164
USD/PLN	2,851
CHF/PLN	2,746

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1,466
EUR/JPY	133,430
EUR/PLN	4,159
USD/PLN	2,832
CHF/PLN	2,733

Lepsze dane o sprzedaży detalicznej oraz wyższe oszacowanie cen producentów (w tym przypadku dość ważne, bo publikowane przed danymi o inflacji CPI) początkowo umocniły EURUSD do poziomu 1,4561. Korekta tego ruchu była jednak dość gwałtowna; w ciągu 2 godzin 30-35 punktów w górę i następnie (po konkretnych, chyba po raz pierwszy tak jasnych wypowiedziach B. Bernanke o zakończeniu recesji) jeszcze w górę w kierunku oporów w okolicach 1,4700. Dziś dane o inflacji CPI w USA (mało ważne) oraz produkcji przemysłowej (potencjał na potwierdzenie siły strony podażowej). Szansa na dalsze umocnienie EURUSD.

Słabszy złoty. Pierwsze minuty wczorajszej sesji napełniły trwogą posiadaczy PLN. Złoty bardzo gwałtownie tracił na wartości osłabiając się z poziomu 4,16 wobec euro do powyżej 4,24. Uspokojenie przyszło około 11.00, od kiedy to polska waluta zaczęła stopniowo odrabiać straty. Bezpośrednim powodem panicznej wyprzedaży polskiej waluty wydaje się być rekomendacja jednego z banków inwestycyjnych sugerująca mający nastąpić duży odpływ dużej dywidendy z polskiego rynku. Rekomendacja ta skutkowałą natychmiastowymi zleceniami sprzedaży polskiej waluty przez inwestorów zagranicznych. W komentarzach walutowych zauważyliśmy, że analitycy uspokojenie na EURPLN wiązali z rewizją prognoz dla polskiej gospodarki dokonaną przez KE. Jako, że rewizja ta była powszechnie oczekiwana jej wpływ na rynek nie mógł być znaczący. Sądymy, że złotego wsparły wzrosty indeksów w USA. Odreagowanie na złotym może być tylko krótkim przystankiem przed dalszym osłabieniem polskiej waluty.

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Kolejne maksima na EURUSD, i bardzo silne momentum. Przebicie 61,8% Fibo na 1,4622, para zmierza w kierunku 1,720, czyli maksimów z grudnia. Tam możemy zobaczyć konsolidację przed atakiem na poziomy powyżej 1,50 Krótkookresowe wsparcie dla EURUSD na poziomie 1,4445 i 55 dniowej średniej kroczącej.

Wsparcie	Opór
1,4525	1,4965
1,4445	1,4865
1,4227	1,4725



Źródło: Reuter

Krótkoterminowe prognozy, EUR/PLN i USD/PLN

Szybkie zejście do dawnego przedziału wahań. Przelamanie 4,12 może być sygnałem do dalszego umocnienia złotego. Silne wsparcie dla EURPLN na poziomie 4,0616 (Fibo).

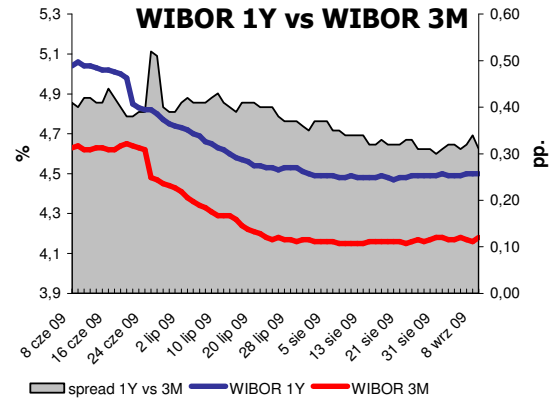
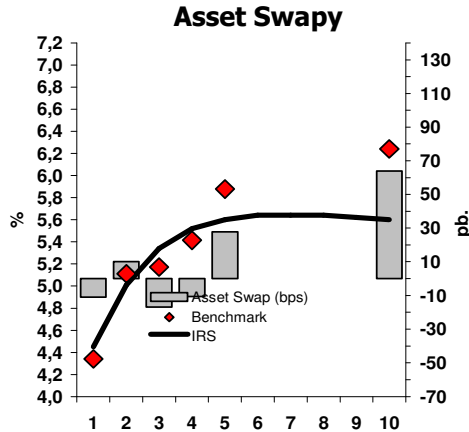
Wsparcie	Opór
4,1217	4,2700
4,0616	4,2265
3,89/85	4,1900



Źródło: Reuters

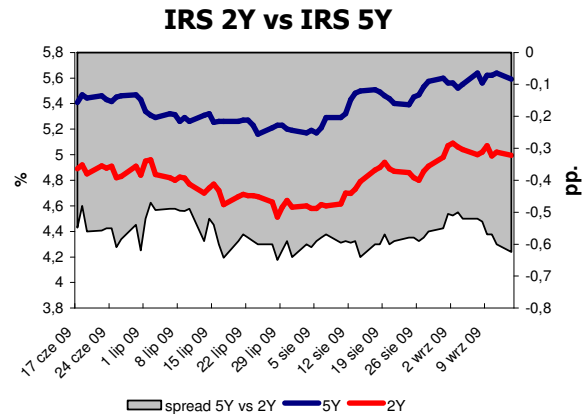
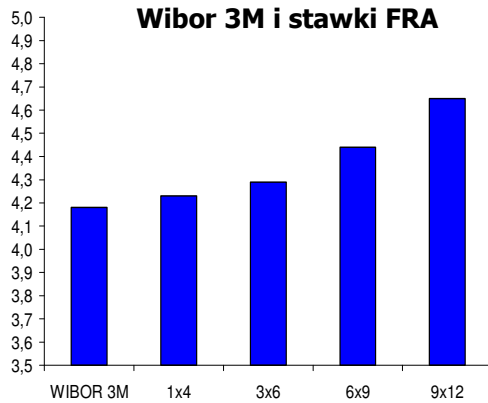
Rynek stopy procentowej, PLN

IRS	BID	ASK
1Y	4,41	4,49
2Y	4,97	5,05
3Y	5,30	5,38
4Y	5,48	5,56
5Y	5,56	5,64
6Y	5,60	5,68
7Y	5,60	5,68
8Y	5,60	5,68
9Y	5,58	5,66
10Y	5,56	5,64



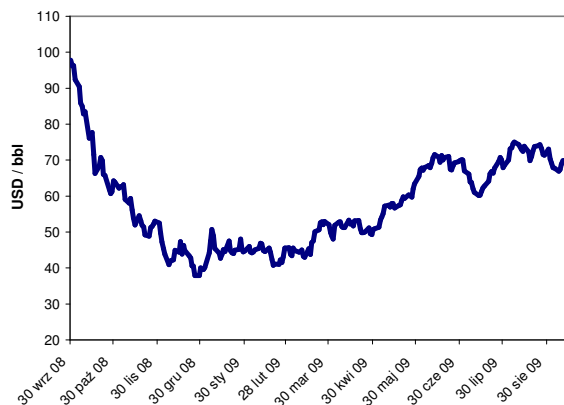
depo	BID	ASK
ON	2,85	3,15
1M	3,30	3,50
3M	4,00	4,20

FRA	BID	ASK
1x2	3,61	3,66
1x4	4,18	4,23
3x6	4,25	4,29
6x9	4,40	4,44
9x12	4,60	4,65



Surowce: ropa naftowa

Indeks cen ropy naftowej



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 UPZEDNIEGO 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 POPZEDNIEGO I MAJĄ CHARAKTER WYŁĄCZNIIE 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. BRE BANK S.A. (LUB JEGO PRACOWNICY) MOŻE POSIADAĆ NA RACHUNKU WŁASNYM LUB MOŻE ZAWIERAĆ TRANSAKCJE KUPNA/SPRZEDAŻY INSTRUMENTÓW OPISANYCH W NINIEJSZEJ PUBLIKACJI. AUTORZY OŚWIADCZAJĄ, ŻE INWESTOR NIE POWINIEN DZIAŁAĆ WYŁĄCZNIIE 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 UPZEDNIAJĄ PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.