

**BRE BANK SA**NAJLEPSZA INSTYTUCJA FINANSOWA  
DLA WYMAGAJĄCYCH KLIENTÓW**DEPARTAMENT RYNKÓW FINANSOWYCH BRE BANKU**

ERNEST PYTLARCZYK TEL. 0 22 829 0166

MARCIN MAZUREK TEL. 0 22 829 0183

E-MAIL: [research@brebank.com.pl](mailto:research@brebank.com.pl)

STRON: 7

**Daily Letter****poniedziałek, 5 lipca 2010****Kalendarium danych**

Polska i dane z zagranicy o potencjalnym wpływie na rynek krajowy

PONIEDZIAŁEK 5.07	
10:00	<b>(EMU) PMI w usługach [czerwiec]; konsensus 55,4pkt., poprzednio 55,4pkt.</b>
WTOREK 6.07	
16:00	<b>(USA) ISM w usługach [czerwiec]; konsensus 55,0pkt., poprzednio 55,4pkt.</b> <i>Sektor usług był niezależny od procesu odbudowy zapasów tak silnie odzwierciedlonej w produkcji przemysłowej. Stąd też można oczekiwać zachowania trendu (w przypadku przetwórstwa ostatnie spadki to powrót do trendu bardziej spójnego z wynikami całej gospodarki).</i>
ŚRODA 7.07	
11:00	<b>(GER) Zamówienia w przemyśle [maj]; konsensus 0,9% m/m, poprzednio 2,8% m/m</b> <i>Silny wzrost od kilku miesięcy. Silny trend wzrostowy wydaje się zachowany; obecnie lekka korekta <u>wzrostu</u> wskaźnika na trendzie. Perspektywy jak najbardziej pozytywne.</i>
CZWARTEK 8.07	
12:00	<b>(GER) Produkcja przemysłowa [maj]; konsensus 0,6%, poprzednio 0,9% m/m</b>
13:00	<b>(GBR) Decyzja Banku Anglii; konsensus 0,5%, poprzednio 0,5%</b> <i>Perspektywy inflacyjne istotnie pogorszyły się w wyniku założeń co do realizacji konsolidacji fiskalnej (podwyżka VAT), co wobec obaw o destabilizację oczekiwań inflacyjnych może być przyczynkiem do dyskusji o przymiarkach do podwyżek stóp. Sentance prawdopodobnie ponowi swoją podwyżkową propozycję.</i>
13:45	<b>(EMU) Decyzja ECB; konsensus 1,0%, poprzednio 1,0%</b> <i>Kwestia inflacji w dalszym ciągu na dalszym planie, niskie oczekiwania inflacyjne. W komunikacie odnośnie sfery realnej mogą zostać odnotowane ryzyka wyłączenia dynamiki ożywienia, utrzymane zostanie stwierdzenie o nierównomierności wzrostu. Sytuacja na rynku międzybankowym powoli wraca do „normalności”.</i>
14:30	<b>(USA) Nowo-zarejestrowani bezrobotni [tydz. do 03.07]; poprzednio 471tys.</b>
PIĄTEK 9.07	
BRAK ISTOTNYCH DANYCH	

## **Asekuracyjna projekcja z rzetelnym bilansem ryzyk**

Już po przedziałach prognoz zaprezentowanych w komunikacie po posiedzeniu można było wnioskować, że najnowsza projekcja inflacyjna nie przyniesie przełomu. Odmienne niż przy okazji poprzednich publikacji nie zaprezentowano dodatkowo znaczenia eksperckich korekt odnośnie ścieżek zmiennych egzogenicznych. Zaprezentowana została w miarę łagodna ścieżka inflacyjna (wspomniane przez prezesa większe prawdopodobieństwo – być może i nieprzypadkowo, być może nadinterpretowane, dotyczy tak naprawdę bardzo niewielkiego marginesu – ze średnio 49% prawdopodobieństwem inflacja ma być poniżej ścieżki centralnej) a przedstawiony bilans ryzyk (w połączeniu z bieżącymi wydarzeniami gospodarczymi) będzie działał w najbliższych miesiącach w stronę oczekiwań raczej odnośnie wyplaszczenia, niż wystromienia ścieżki inflacyjnej; stricte modelowe zestawienie stóp procentowych oparte o regułę Taylora (WIBOR 3M) sugeruje, że w horyzoncie projekcji jest jeszcze przestrzeń do ich spadku.

W porównaniu z projekcją lutową, różnice w zakresie prezentowanych ścieżek zmiennych wynikają w dużej mierze z reestymacji modelu oraz korekty niektórych równań (szczegóły poznamy w przyszłym tygodniu), a także istotnej zmiany ścieżek zmiennych egzogenicznych. W zakresie reestymacji modelu uwagę zwracają przede wszystkim zabiegi związane ze wzmocnieniem oddziaływania luki popytowej na ceny oraz osłabienie wpływu deficytu budżetowego oraz dysparytetu stóp na kurs walutowy. Przechodząc natomiast do założeń odnośnie ścieżek zmiennych egzogenicznych znacznie obniżono ścieżkę stóp procentowych za granicą, wydłużono okres luźnej polityki stóp procentowych za granicą, istotnie obniżono ścieżkę EURUSD (płasko na poziomie 1,20) oraz dokonano substytucji w transferach unijnych (znacznie wyżej w 2011, niżej w 2012) – wszystkie korekty wydają się jak najbardziej rozsądne.

Efektom przyjętych założeń jest nietypowa (w szczególności wątpliwe wydaje się założenie, że inwestycje prywatne w 2012 roku w niewielkim tylko stopniu będą kompensować ubytki w tempie wzrostu nakładów publicznych) ścieżka wzrostu PKB. Uwagę zwraca także podwyższenie szacunków spożycia indywidualnego, choć wyhamowanie tempa jego wzrostu od początku 2011 roku wydaje się równie nietypowe, podobnie jak „garb” na ścieżce PKB. Zakładając trwałą poprawę na rynku pracy (głównie wynagrodzenia; wyższa stopa bezrobocia obejmuje – zdaniem twórców projekcji – wzrost podaży pracy, między innymi związany z emigracją powrotną), pozytywny trend poprawy dynamiki konsumpcji indywidualnej powinien zdaje się pozostać zachowany (choć oczywiście model uwzględnia wiele innych determinant konsumpcji). W zakresie zmiennych realnych ciekawa wydaje się ścieżka wzrostu produktu potencjalnego, która wydaje się opadająca (efekt wyższego NAWRU, związany ze zjawiskami histerezy, oraz spowalniającej wydajności pracy w 2012) – przy takiej konstelacji danych wysoki wzrost oczekiwany w 2011 roku mógłby generować istotną presję inflacyjną, gdyby nie pozostał wydarzeniem jednorazowym (może być to istotna informacja zwłaszcza, że po-recesyjne ścieżki rozwoju gospodarek zwykle nie wyglądają tak jak zaprezentowana przez ekspertów NBP), tymczasem ścieżka inflacji bazowej pozostaje mniej więcej płaska na poziomie 2,5% w średnim okresie (czynniki kosztowe wzajemnie się znoszą).

Odnosnie ryzyk dla inflacji (na razie neutralne), podstawowe wydają się te związane z otoczeniem zewnętrznym (rynk finansowe + ceny surowców), które rozwiążą się dopiero

w kolejnych miesiącach. Ryzykiem oddziałującym w kierunku wypłaszczenia ścieżki wzrostu PKB i inflacji jest odbudowa popytu wewnętrznego: w szczególności niepewność do napływu funduszy UE oraz oddziaływanie konsolidacji fiskalnej. Jako ryzyko wymieniono również kwestie związane z rynkiem energii w Polsce – URE zapowiedział jednak kilka dni temu, że uwolnienie cen energii od 1 stycznia 2010 nie nastąpi (a operacji tego typu, z racji na specyfikę funkcjonowanie rynku, zwykle nie przeprowadza się w połowie roku).

## **USA: Rynek pracy pod wodą za sprawą czynników jednorazowych**

Liczba miejsc pracy w sektorze pozarolniczym spadła w czerwcu o 125tys, plasując się blisko konsensusu rynkowego. Organizacja spisu powszechnego – czynnik, który pozwalał na spektakularne wzrosty zatrudnienia w poprzednich 3 miesiącach – obecnie wywiera spadkową presję na cały wskaźnik. Także wzrosty w przetwórstwie przemysłowym straciły impet – czerwcowy wzrost wyniósł 83tys. (wobec średnio około 140tys. w ostatnich 3 miesiącach). W przekroju na gałęzie gospodarki, stworzono jedynie 9tys. miejsc pracy w przetwórstwie przemysłowym i 91tys. w usługach; zwolnienia w sektorze rządowym pociągnęły wskaźnik w dół o 208tys. Odnotowano spadek wynagrodzeń tygodniowych (-0,1%) a przeciętna długość tygodnia pracy uplasowała się na poziomie sprzed miesiąca.

Osobna ankieta (household survey) wskazała na istotny spadek stopy bezrobocia do 9,5%, który wynikał ze spadku liczby bezrobotnych (-350tys.) i zwiększenia zatrudnienia (+191tys.). Co ciekawe, już trzeci miesiąc z rzędu zmniejszeniu uległa liczba osób pracujących w niepełnym wymiarze z powodów ekonomicznych, przy czym główną przyczyną obniżenia się tego wskaźnika jest spadek liczby osób, które mogły zatrudnić się tylko w niepełnym wymiarze.

Rynek pracy, a w szczególności prywatny komponent zatrudnienia, znajduje się we wzrostowym trendzie. Niemniej jednak wygląda na to, że podobnie jak w innych sektorach gospodarki, tempo poprawy uległo osłabieniu. Po tymczasowych wzrostach (niewykluczone, że 10-letni cenzus pozytywnie wpłynął także na zatrudnienie w sektorze prywatnym) rynek pracy zbliżył się do dynamiki spójnej z tygodniowymi danymi z rynku pracy (wzrosty rejestracji rzędu 470tys. są w obecnej fazie cyklu jak najbardziej niepokojące). Pogorszenie momentum amerykańskiej gospodarki zostało już zdyskontowane w bardziej asekuracyjnym komunikacie Fed. Nie spodziewamy się podwyżek stóp procentowych przed początkiem 2011 roku.

## **Zwycięstwo Bronisława Komorowskiego w wyborach prezydenckich – implikacje dla gospodarki i rynków finansowych.**

Zwycięstwo B. Komorowskiego w wyborach prezydenckich nie jest dużą niespodzianką dla rynków finansowych. Ostatnie sondaże sugerujące nawet zwycięstwo J. Kaczyńskiego mogły jednak przyczynić się do wzrostu premii za ryzyko w notowaniach polskiej waluty (i częściowo) polskich obligacji. W najbliższym okresie można liczyć więc na umiarkowanie pozytywną reakcję rynków (wynikającą ze spadku premii za ryzyko związanej z możliwością zwycięstwa J. Kaczyńskiego, czyli realizacją scenariusza powszechnie uważanego za mniej korzystny dla rynków finansowych).

Co do pozytywnego wpływu wczorajszych wydarzeń na gospodarkę i wycenę polskich aktywów w średnim terminie nie jesteśmy już jednak tak mocno przekonani. Wydaje się, że w sytuacji przesunięcia uwagi inwestorów z kwestii płynności budżetu na średniookresowe perspektywy zmniejszania deficytu, wiarygodna ścieżka redukcji deficytu budżetowego będzie jednym z najistotniejszych wyzwań dla rządu. Zasadniczym kryterium oceny średniookresowych implikacji nowej prezydentury są więc szanse na reformę fiskalną.

Ostatnie dni kampanii prezydenckiej znaczący wyrażny przechył obu kandydatów w stronę elektoratu socjalnego. Prezydent elekt poczynił w tym okresie również wiele deklaracji o b. prosocjalnym charakterze. Fakt ten może okazać się pewną przeszkodą dla bardziej ambitnych reform postulowanych przez rząd (przede wszystkim reformy fiskalnej).

Dobry wynik Kaczyńskiego w wyborach prezydenckich to prawdopodobnie dobry prognostyk dla wyniku opozycyjnego PiSu w kolejnych wyborach (wybory lokalne na jesieni i wybory parlamentarne w 2011 roku). Ryzyko dalszego wzrostu notowań PiSu to dla partii rządzącej argument przeciwko posunięciom mogącym zmniejszać tzw. kapitał społeczny, a więc przeciwko szybkim cięciom budżetowym. Nowy prezydent będzie prawdopodobnie współpracował z rządem, jednak wsparcie prezydenta w przypadku mało popularnych cięć fiskalnych nie rozwiąże problemu zachowania poparcia społeczeństwa dla partii rządzącej.

Perspektywy fiskalne mogą wprawdzie w znacznym stopniu zależeć od wsparcia przyszłych projektów PO przez opozycyjne SLD (dysponujące dodatkowo b. szerokim zapleczem eksperckim), naszym zdaniem jednak ostatnie wydarzenia (wynik Napieralskiego) oddziałują w stronę wzrostu średniookresowego ryzyka fiskalnego.

### Decyzja RPP, 24. sierpnia\*

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

\* OIS – Overnight Index Swap

\* Posiedzenie 6. lipca jest niedecyzyjne.

## Rynek walutowy

EURUSD poruszał się w wąskim przedziale przed publikacją NFP. Same dane – choć plasujące się bardzo blisko konsensusu rynkowego – przypieczętowały wcześniejsze sygnały (Conference Board, obniżka ISM) o przytępieniu wzrostu gospodarki amerykańskiej i odłożeniu w czasie momentu zacieśnienia monetarnego. W konsekwencji dolar osłabił się do 1,26, lecz poziom ten nie utrzymał się w dalszej części sesji, kiedy notowania obniżyły się do 1,255. Nadchodzący tydzień nie jest bogaty w publikacje, szczególnie dla gospodarki amerykańskiej. Potwierdzenie siły gospodarki niemieckiej (zamówienia w przemyśle,

Fixing NBP	
EUR/PLN	4,145
USD/PLN	3,315
CHF/PLN	3,103

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1,256
EUR/JPY	110,160
EUR/PLN	4,140
USD/PLN	3,295
CHF/PLN	3,097

produkcja przemysłowa) oraz widmo uspokajającego komunikatu ECB mają szansę pozytywnie wpływać na wspólną walutę; czynnikiem ryzyka są cały czas kwestie fiskalne.

EURPLN podążał w piątek za ruchami na EURUSD. Zwycięstwo Bronisława Komorowskiego w wyborach prezydenckich będzie prawdopodobnie krótkookresowym (dziś?) wsparciem dla polskiej waluty. W obecnej sytuacji rynek oczekuje działań ze strony partii rządzącej, która obecnie skupia 2 organy wykonawcze. Na pierwszym planie, po przesunięciu uwagi z płynności budżetu na kwestie strukturalne (silny trend w Europie w kierunku konsolidacji, przy której Polska wypada na razie słabo) a więc publikacja założeń nowej ustawy budżetowej na 2011 rok (być może już w tym tygodniu). Duże poparcie dla Kaczyńskiego oraz silne odwołanie Komorowskiego do polityk socjalnych może opóźnić ścieżkę konsolidacji fiskalnej, zwłaszcza w obliczu wyborów lokalnych na jesieni i parlamentarnych w 2011 roku.

## Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Gwałtowne umocnienie i wybiecie z konsolidacji indukowane przesłankami fundamentalnymi. Techniczne EURUSD obecnie pomiędzy średnią ruchomą i linią wsparcia 1,2472. Kontynuacja ruchu w górę napotka silniejszy opór dopiero przy 1,2852 (przecięcie dłuższego trendu aprecjacyjnego z krótkoterminowym deprecjacyjnym).

Wsparcie	Opór
1,2472	1,2852
1,2362	1,2670
1,2126	1,2472



Źródło: Reuter

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

Kurs zbliża się do rozstrzygnięcia. Złoty blisko końca klina (od góry kilkunastomiesięczny trend aprecjacyjny, od dołu zyskujący zna znaczeniu krótki trend deprecjacyjny) a wybiecie może być gwałtowne. W przypadku realizacji takiego scenariusza celem od góry jest 4,20, od dołu 4,06.

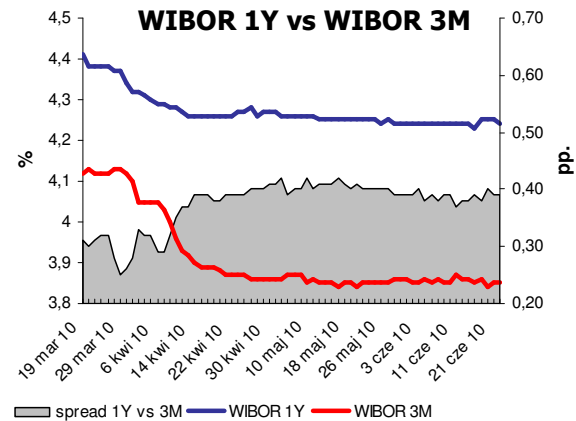
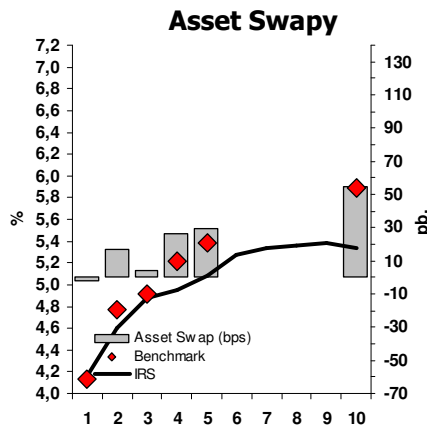
Wsparcie	Opór
4,1261	4,2344
4,1000	4,2000
4,0606	4,1669



Źródło: Reuter

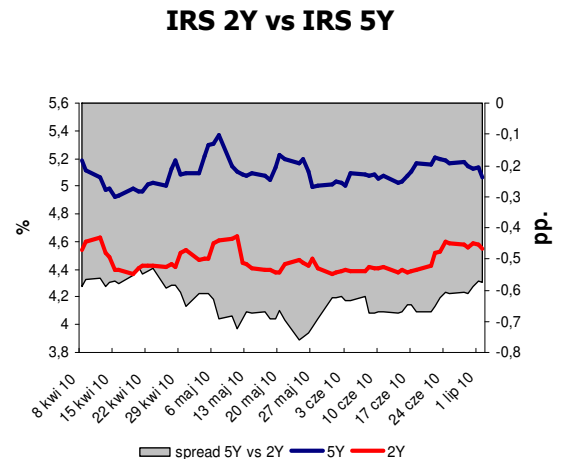
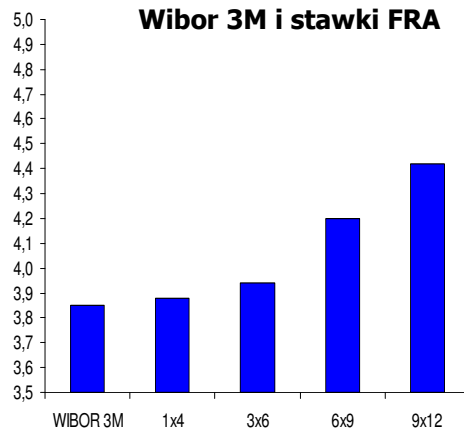
## Rynek stopy procentowej, PLN

IRS	BID	ASK
1Y	4,14	4,18
2Y	4,59	4,63
3Y	4,86	4,90
4Y	4,93	4,98
5Y	5,06	5,11
6Y	5,25	5,29
7Y	5,31	5,35
8Y	5,34	5,38
9Y	5,36	5,40
10Y	5,32	5,37



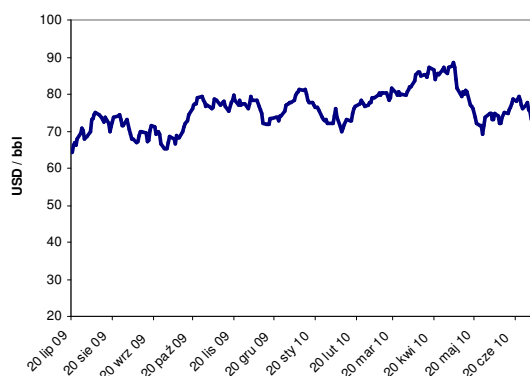
depo	BID	ASK
ON	3,00	3,30
1M	3,43	3,63
3M	3,71	3,91

FRA	BID	ASK
1x2	3,62	3,67
1x4	3,83	3,88
3x6	3,90	3,94
6x9	4,16	4,20
9x12	4,37	4,42

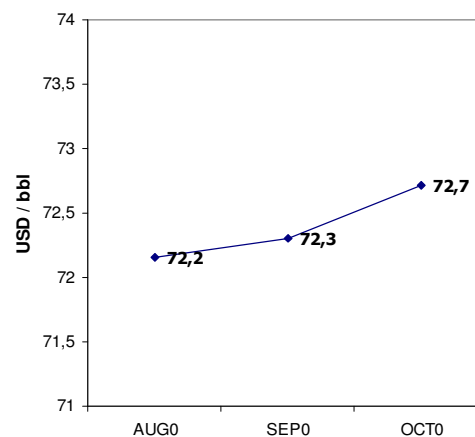


## Surowce: ropa naftowa

Indeks cen ropy naftowej



Ropa brent: futures

**UWAGA!**

NINIEJSZA PUBLIKACJA ZOSTAŁA PRZYGOTOWANA W CELU PROMOCJI I REKLAMY ZGODNIE Z DEFINICJĄ ZAWARTĄ W PARAGRAFIE 9, USTĘP 1 ROZPORZĄDZENIA MINISTRA FINANSÓW Z DNIA 20. LISTOPADA 2009 W SPRAWIE TRYBU I WARUNKÓW POSTĘPOWANIA FIRM INWESTYCYJNYCH, BANKÓW, O KTÓRYCH MOWA W ART. 70 UST. 2 USTAWY O OBROTCIE INSTRUMENTAMI FINANSOWYMI, ORAZ BANKÓW POWIERNICZYCH. 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. 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 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 PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.