

**DEPARTAMENT RYNKÓW FINANSOWYCH BRE BANKU**

ERNEST PYTLARCYK TEL. 0 22 829 0166

MARCIN MAZUREK TEL. 0 22 829 0183

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

STRON: 8

**Daily Letter****piątek, 16 lipca 2010****Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia**

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
POL	14:00	Zatrudnienie r/r	Czerwiec	<b>1,0%</b>	1,0%	0,5%
POL	14:00	Płace r/r	Czerwiec	<b>2,7%</b>	4,6%	4,8%
USA	14:30	Inflacja CPI m/m	Czerwiec	-	0,0%	-0,2%
USA	16:00	Zaufanie kons. UMich	Lipiec	-	75,0pkt.	76,0pkt.

**Dziś publikacja danych i płacach i zatrudnieniu**

GUS opublikuje dane o godzinie 14:00. W przypadku zatrudnienia spodziewamy się dynamiki na poziomie 1,0% r/r (konsensus rynkowy). Odpowiada to miesięcznemu wzrostowi zatrudnienia o 12-16tys. Możliwy silny wzrost w budownictwie oraz w komponencie nieobserwowanym (zorganizowana rozbiórka po powodzi??). W przypadku płac oczekujemy tempa wzrostu na poziomie 2,7% r/r (konsensus rynkowy 4,6%). Choć utrzymuje się podwyższona dynamika płac przetwórstwie przemysłowym, wyczyszczenie efektów jednorazowych w górnictwie wpływa na zniżenie dynamiki całego agregatu.

**Czerwcowe „Minutes” RPP**

Na czerwcowym posiedzeniu RPP dużo miejsca poświęcono dyskusji o perspektywach wzrostu gospodarczego. RPP spodziewa się stabilizacji tempa wzrostu w kolejnych kwartałach, co w dużej mierze ma wynikać z obecnej jego struktury (znaczny udział zapasów). Członkowie RPP oceniają, że obecna faza cyklu koniunkturalnego może mieć charakter bezinflacyjny podkreślając jednak możliwość wzrostu inflacji w średnim okresie (powołując się przy tym na wyniki projekcji NBP). W RPP dominuje również pogląd o kontynuacji aprecjacji złotego.

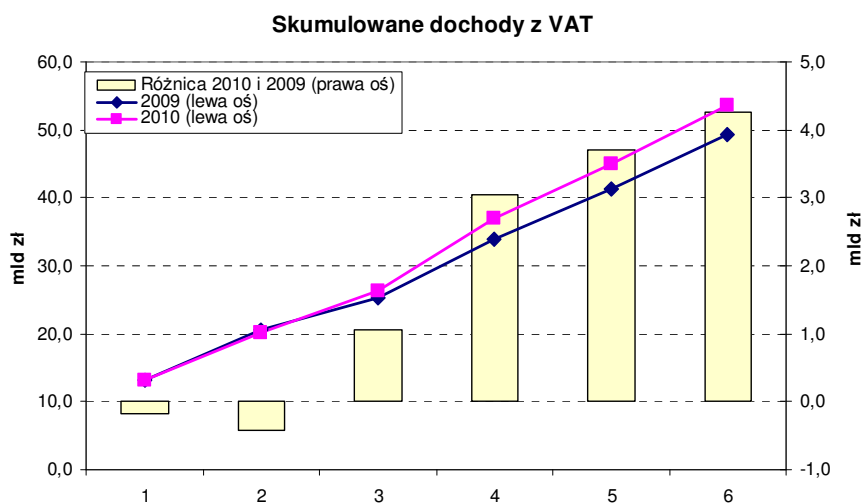
Dyskusję zdominowały zagadnienia fiskalne. Większość członków RPP uważa, że wyższy wzrost gosp. może poprawić perspektywy fiskalne, nie będzie on jednak dostateczny do osiągnięcia trwałej redukcji deficytu. Nie wydaje się jednak aby w RPP istniała zgodność co do reakcji na ewentualny brak dostatecznego zacieśnienia fiskalnego w Polsce. Choć część członków wskazywała co prawda na nieprzejrzystą strukturę budżetu, przesunięcia wydatków poza budżet centralny i brak konkretnych ustaw ograniczających deficyt oraz konieczność zacieśnienia polityki pieniężnej na wypadek dalszego wzrostu deficytu sektora finansów publicznych to nie sądzimy, aby te groźby już na najbliższym posiedzeniu RPP miały się zmaterializować.

Przechodząc do samego poziomu stóp, podobnie jak w poprzednim miesiącu, zwrócono uwagę na możliwość szybszego rozpoczęcia cyklu podwyżek w Polsce niż w strefie euro. Dodatkowo wskazano na fakt kształtowania się bieżących stóp procentowych poniżej stopy naturalnej dla polskiej gospodarki.

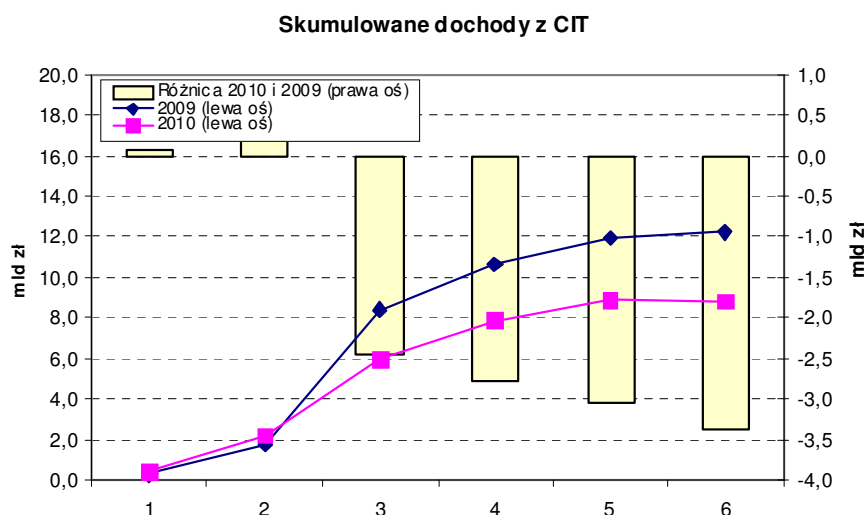
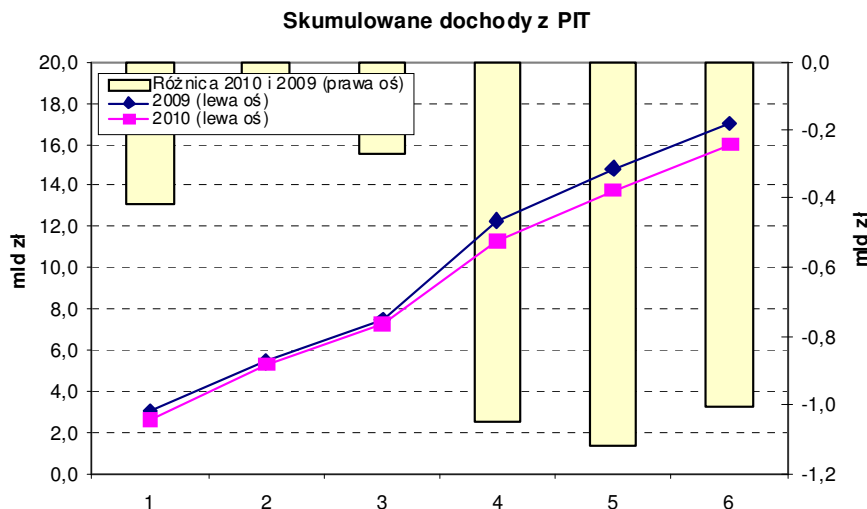
Członkowie RPP wydają się odchodzić od nieformalnego neutralnego nastawienia w polityce pieniężnej, jednak dyskusja na ostatnim posiedzeniu nie wskazuje, aby kwestia zacieśnienia monetarnego przybierała jakieś bardziej precyzyjne ramy czasowe. Uważamy, że do zacieśnienia może prowadzić albo zdecydowany wzrost inflacji (od jesieni spodziewamy się już systematycznego wzrostu rocznego wskaźnika inflacji) bądź też fiasko polityki fiskalnej, negatywna reakcja rynków na brak wiarygodnej średniookresowej strategii fiskalnej i konieczność 'uzupełnienia' przez RPP premii za ryzyko w polskich stopach.

### 36,8 mld zł deficytu po czerwcu

Po połowie roku deficyt budżetowy wzrósł do poziomu 36,8 mld zł, co stanowi 70,5% planowanej na cały rok wielkości deficytu. Według rządowego harmonogramu wykonania budżetu deficyt w czerwcu miał wprawdzie sięgnąć 41,4 mld zł, pozytywną niespodzianką było jednak nie czerwcowe, a kwietniowe jego wykonanie.



Po czerwcu dochody budżetu wyniosły 114,2 mld zł (45,9% wielkości zaplanowanej na cały rok). Należy podkreślić, że dochody budżetu okazały się niższe niż wynikałoby z harmonogramu (116,2 mld zł). W oczy rzuca się przede wszystkim zmniejszenie dynamiki wybijających się jak dotąd wpływów z tytułu VAT (są one większe po czerwcu o 4,2 mld, czyli ponad 8,7%, niż w analogicznym okresie poprzedniego roku, jednak ich dynamika spada). Nieprzerwanie rozczarowują wpływy z PIT i CIT. Po sześciu miesiącach 2010 roku wpływy z tytułu PIT są mniejsze o ponad 1 mld zł niż w analogicznym okresie 2010 roku. Wpływy z CIT są już niższe o ponad 3,5 mld. Patrz wykresy poniżej.



Wydatki budżetu po sześciu miesiącach wyniosły 151 mld zł, co jest wynikiem lepszym (czytaj bardziej restrykcyjnym) niż wynikałoby z harmonogramu (157,5 mld zł). Po stronie wydatkowej obserwowaliśmy dalszy szybki wzrost dotacji dla FUS i samorządów. Podkreślić należy jednak możliwość skokowego wzrostu wydatków w drugiej połowie roku. W kolejnych miesiącach należy liczyć się choćby z przyspieszeniem wydatków w związku z usuwaniem skutków powodzi.

Strona dochodowa (realizacja poniżej harmonogramu) i nadzwyczajne wydatki budżetu wskazują, że szanse na lepsze niż planowano wykonanie budżetu centralnego za 2010 roku maleją. Po uwzględnieniu nadzwyczajnych dochodów budżetu (dywidendy) deficyt budżetu centralnego okaże się prawdopodobnie zaledwie kilka mld niższy niż planowano (MinFin nadal podkreśla, że deficyt może być niższy o kilkanaście mld zł i właśnie te pozytywne oczekiwania wydają się być obecnie odzwierciedlone w cenach obligacji). Podkreślić należy również, że w obecnym stanie prawnym rząd praktycznie nie może

ograniczyć deficytu samorządów. Z uwagi na nadchodzące wybory samorządowe można więc liczyć na skokowy wzrost zadłużenia tego sektora.

Biorąc pod uwagę rozczarowujące tendencje po stronie dochodowej oraz brak możliwości ograniczenia wydatków całego sektora, deficyt sektora finansów publicznych może w roku 2010 znacząco przekroczyć poziom 7% PKB. Dużą wagę dla rynku może mieć rządowy dokument dotyczący stabilizacji deficytu, który ma zostać opublikowany w nadchodzących tygodniach (programy takie wdrożone zostały choćby w krajach peryferii strefy euro). Dokument taki ocenilibyśmy pozytywnie jedynie wtedy, gdyby zakładał bądź zmiany systemowe, bądź podwyżki podatków. Jak widać po doświadczeniach tego roku tempo wzrostu polskiego PKB rzędu 3% jest wielce niewystarczające do ograniczenia wzrostu zadłużenia i stabilizacji deficytu budżetowego.

## **USA: Słaba produkcja, ale nieznacznie powyżej oczekiwań**

W czerwcu produkcja przemysłowa wzrosła o 0,1% m/m po wzroście o 1,3% w poprzednim miesiącu. Odczyt uplasował się wyraźnie poniżej średniej od początku roku (0,64) i tym razem – odmiennie niż w poprzednich słabszych miesiącach – przyczyną spowolnienia było tym razem przetwórstwo przemysłowe (-0,4% m/m) a sezonowo wyższa produkcja energii elektrycznej (+2,7%) pozwoliła zachować dodatnią dynamikę całego agregatu. Wykorzystanie mocy wytwórczych uplasowało się na poziomie 74,1% - identycznym jak przed miesiącem.

W przekroju na grupy towarowe, spadki odnotowano przede wszystkim przy produkcji dóbr konsumpcyjnych (-0,6%). Co ciekawe, już 4 miesiąc z rzędu znaczny wzrost produkcji wystąpił w przypadku dóbr inwestycyjnych (tym razem +0,9% m/m, II kwartał po annualizowaniu około 61% wobec 31% w I kwartale).

Choć indeksy koniunktury powoli spadają z osiągniętych niedawno maksimów, jest to sytuacja normalna po okresie ożywienia przebiegającego w tak dużym tempie. Niemniej jednak rodzi ona obawy odnośnie kontynuacji wzrostów produkcji przemysłowej, zwłaszcza że cykl odbudowy zapasów powoli dobiega końca. Z tego względu scenariusz wypłaszczenia ścieżki wzrostu produkcji przemysłowej staje się obecnie podstawowym scenariuszem rynkowym. Na chwilę obecną trudno jednak określić skalę spowolnienia. Produkcja dóbr inwestycyjnych idzie pełną parą (patrz powyżej) a po dobrych wynikach finansowych przedsiębiorstwa mają duże rezerwy gotówkowe, które mogą zostać zrealizowane w celu dokonania długo odkładanych inwestycji. Może być to czynnik, który złagodzi negatywne oddziaływanie popytu konsumpcyjnego (tu hamowanie jest dużo bardziej wyraźne niż w przypadku produkcji przemysłowej). Co więcej, istotnym źródłem wzrostu przetwórstwa może stać się eksport, zwłaszcza w obliczu rosnącego popytu rynków wschodzących (powolne przeorientowanie ze strategii eksportowych w kierunku bardziej zrównoważonej wymiany handlowej) oraz silnego wsparcia eksportu ze strony administracji (dążenie do podwojenia eksportu w ciągu 5 lat).

## 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

## Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	4,060
USD/PLN	3,175
CHF/PLN	3,026

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1,293
EUR/JPY	113,020
EUR/PLN	4,072
USD/PLN	3,143
CHF/PLN	3,024

EURUSD pozostawał wczoraj w tendencji wzrostowej. Pomogły słabsze dane o produkcji przemysłowej oraz niższe odczyty indeksów koniunktury (choć tygodniowe dane z rynku pracy okazały się znacznie lepsze, zostały zignorowane przez rynek z uwagi na dużą zmienność i duży odsetek fałszywych sygnałów generowanych w ostatnim czasie). Na gorsze amerykańskie dane nałożyły się też komentarze oficjeli chińskich (premier Wen o tym, że euro pozostaje ważnym miejscem docelowym chińskich inwestycji), co doprowadziło do zniwelowania wielu technicznych barier w notowaniach EURUSD i pozwoliło na stabilizację kursu w okolicach 1,29. Dziś dane o inflacji w USA oraz szacunek optymizmu konsumentów U. Michigan. Szczególnie ten drugi odczyt ma potencjał do dalszego osłabiania dolara (choć będzie to trudniejsze z uwagi na psychologiczną barierę 1,30, co może wymagać więcej czasu i danych większego kalibru), zwłaszcza że zachował się ostatni nadzwyczaj stabilnie mimo spadków na siostrzanym wskaźniku Conference Board a w tendencji obydwu indeksu poruszają się w bardzo podobnie.

EURUSD poruszał się wczoraj bez wyraźnej tendencji. Jeszcze na początku sesji europejskiej Złoty ponownie słabszy. Zejście poniżej poziomu 4,060 okazało się nietrwale. Korelacja z EURUSD wydaje się słabnąć i umocnienie euro do dolara ma coraz mniejsze przełożenie na umocnienie złotego. Złotego nadal wspiera jednak spadek awersji do ryzyka. Wydaje nam się, że coraz więcej znaczenia mogą mieć kwestie fiskalne (strategia średniookresowa opublikowana zostanie w najbliższych tygodniach).

## Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

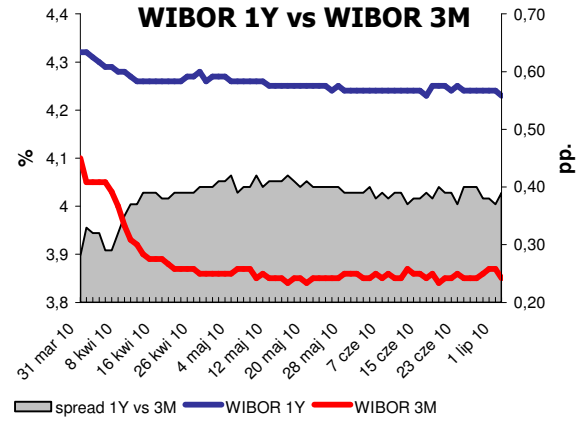
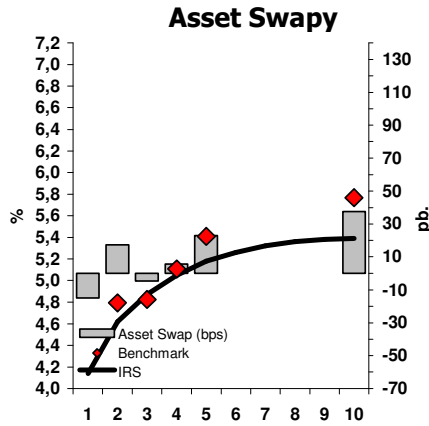
EURUSD przebija kluczowy opór na poziomie linii trendu aprecjacji dolara. RSI wskazuje na potencjał do dalszego umocnienia euro, podobnie jak układ średnich ruchomych, który zbliża się do wygenerowania sygnału kupna. Najbliższy istotny opór dopiero na poziomie 1,3049. Kluczowe wsparcie na poziomie 1,2300, wcześniej tylko średnia ruchoma 1,2590.

Wsparcie	Opór
1,2840	1,3430
1,2590	1,3100
1,2300	1,2955



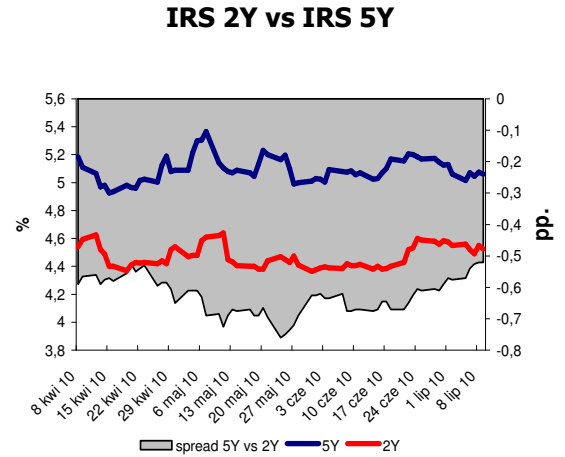
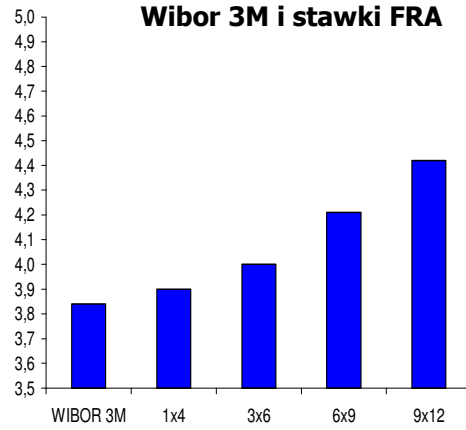
## Rynek stopy procentowej, PLN

IRS	BID	ASK
1Y	4,10	4,18
2Y	4,58	4,66
3Y	4,83	4,91
4Y	5,01	5,09
5Y	5,14	5,22
6Y	5,22	5,30
7Y	5,28	5,36
8Y	5,32	5,40
9Y	5,34	5,42
10Y	5,35	5,43



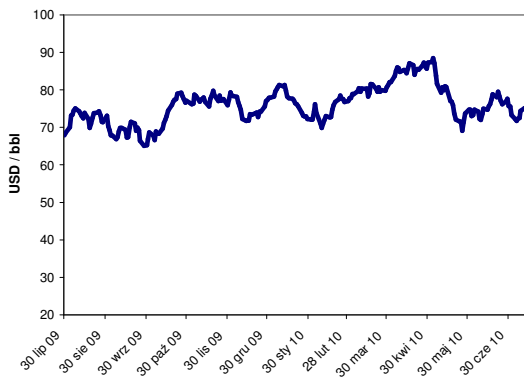
depo	BID	ASK
ON	3,25	3,55
1M	3,45	3,65
3M	3,64	3,84

FRA	BID	ASK
1x2	3,56	3,61
1x4	3,85	3,90
3x6	3,96	4,00
6x9	4,17	4,21
9x12	4,37	4,42

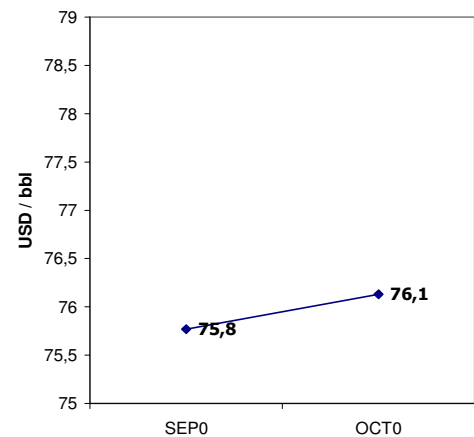


## Surowce: ropa naftowa

### 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 PISEMNA ZGODĄ AUTORÓW.