



JACEK KOTŁOWSKI TEL. 829 0183
ERNEST PYTLARCZYK TEL. 829 0166
WOJCIECH TRZEPIZUR TEL. 829 0188
E-MAIL: research@brebank.com.pl

STRON: 4

Daily Letter

wtorek, 17 lipca 2007

Makroekonomia

Płace ponownie wyższe niż oczekiwano

Obok niewątpliwego wpływu wyższych wynagrodzeń i funduszu płac na popyt, następuje również pogorszenie relacji między wydajnością a płacami, co skutkować będzie wzrostem kosztowej presji inflacyjnej.

Roczna dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw wzrosła w czerwcu do 9,3% (konsensus=8,8%, nasza prognoza 9,4%) z 8,9% zanotowanych w maju. Dane szczegółowe (obecnie dostępne są wprawdzie tylko dane za maj) jednoznacznie wskazują, że żądania płacowe rozlewają się na coraz to nowe sekcje. Szeroka baza obecnego wzrostu płac, w połączeniu z wrzawą medialną, naszym zdaniem implikują kontynuację wzrostu wynagrodzeń również w przyszłych miesiącach/kwartałach. Pomimo iż w polskiej gospodarce istnieje niewątpliwie pewna rezerwa bezinflacyjnego wzrostu, wiążąca się z długotrwałym okresem złej koniunktury na rynku pracy i dobrą kondycją finansową przedsiębiorstw, rezerwa ta wyczerpuje się obecnie w bardzo szybkim tempie. **Zwracamy tu również uwagę na szybki, 4,6% r/r w czerwcu, wzrost zatrudnienia, a więc prawdopodobny wzrost udziału kosztów płacowych w kosztach przedsiębiorstw.** Niewątpliwie następuje pogorszenie relacji pomiędzy wydajnością (widoczne to będzie przede wszystkim w przetwórstwie przemysłowym, gdzie systematycznie maleje dynamika produkcji) i płacami co przekłada się na szybszy wzrost jednostkowych kosztów pracy.

Powyzszą diagnozę wydają się podzielać członkowie RPP, otwarcie wskazujący na wskaźnik wzrostu płac jako barometr przyszłej presji inflacyjnej. **Wysoka dynamika wynagrodzeń w sytuacji gdy RPP stara się reagować na zagrożenia wzrostu przyszłej inflacji (ten wniosek nasuwa się w sposób oczywisty po dwóch wyprzedzających podwyżkach), zwiększa istotnie prawdopodobieństwo szybkiej podwyżki stóp. Podwyżka ta może nastąpić jeszcze latem (wyższe prawdopodobieństwo przykładamy jednak do podwyżki w sierpniu niż w lipcu).**

Czerwiec kolejnym miesiącem z nadwyżką budżetową

Po sześciu miesiącach deficyt budżetowy wyniósł 3,678 mld zł, czyli 12,3% zaplanowanej na cały rok wartości. Dla porównania w roku 2006 skumulowany deficyt w okresie styczeń-czerwiec wyniósł 57,8% planu. Czerwiec 2007 okazał się już trzecim w tym roku miesiącem w którym zanotowano nadwyżkę dochodów nad wydatkami budżetowymi (587 mln zł). Dane o szacunkowym wykonaniu budżetu wskazują na utrzymywanie się dotychczasowych korzystnych tendencji. Pomimo przesunięcia na lipiec wypłaty zysku NBP do budżetu (około 2,4 mld zł) dochody budżetu po czerwcu wyniosły aż 50,4% planu. Godny odnotowania jest również fakt niskiej realizacji wydatków budżetowych. Po sześciu miesiącach wydatki te osiągnęły zaledwie 45,9% planu. Dla porównania, w roku 2006 było to odpowiednio 49,7%. Niskie wydatki można częściowo tłumaczyć przesunięciami na drugą połowę roku, zresztą sygnalizowanymi przez wiceminister Suchocką-Roguską oraz niższymi wydatkami socjalnymi związanymi z poprawą sytuacji na rynku pracy. Poprawa sytuacji budżetowej ma więc przede wszystkim charakter cykliczny. **Dobre perspektywy dla polskiej gosp. pozwalają nam**

ocenić, że pomimo zaplanowanych na drugą połowę wyższych o 3,3 mld zł dotacji do FUS (sfinansowanie redukcji klina podatkowego) deficyt za cały rok 2007 może okazać się nawet o 30% lepszy niż zakłada to ustawa budżetowa.

Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,7510	2,7210

EUR/USD 1,3785 EUR/JPY 168,05 EUR/PLN 3,7515 USD/PLN 2,7215 (-24,35% wzg. koszyka).

Kurs EUR/USD nie był w stanie utrzymać się powyżej poziomu 1,3800 podczas sesji nowojorskiej oraz azjatyckiej, wobec zdecydowanej realizacji zysków (oraz obrony pozycji opcyjnych ok. 1,3800-1,3830). Sentyment rynku wzg. dolara nie uległ jednak poprawie, w większym stopniu na wartości zyskiwały waluty „carry” (wzg. USD); wzrost inflacji w Nowej Zelandii podtrzymał oczekiwania na podwyżkę stóp, w efekcie NZD osiągnął 22-letnie maksimum (0,7932), równocześnie umocnił się AUD oraz GBP (2,0405). Realizacja zysków na długich pozycjach EUR/JPY spowodowała równoczesne umocnienie jena (do poziomu wsparcia 167,70). Podczas sesji europejskiej EUR/USD pozostawał w paśmie wahań 1,3770-00 przy umiarkowanym wolumenie transakcji, publikacja danych dot. inflacji w strefie euro (1,9% r/r) oraz komentarze Quaden’a odnośnie polityki monetarnej (ECB) nie wzbudziły emocji. W drugiej połowie rynek również zlekceważył informację o wzroście indeksu Empire State (NY) do 26,46 pkt., pod koniec dnia kurs EUR/USD oscylował ok. 1,3785. Niewiele działa się na początku tygodnia w regionie CE4, dominowały nastroje „wakacyjne”; kurs EUR/PLN utrzymywał się w paśmie wahań 3,7540-3,7475 przy umiarkowanym wolumenie transakcji. Wyższe od oczekiwań dane dot. płac (+9,3% r/r) oraz informacja o pozostaniu Samoobrony w koalicji rządzącej nie wpłynęły znacząco na notowania złotego.

Sesje nowojorska oraz azjatycka nie przyniosły większych zmian na rynku – konsolidacja EUR/USD w paśmie 1,3770-00 nie wyklucza możliwości ponownego testu oporu 1,3815 jednakże bardziej prawdopodobna wydaje się korekta oraz test poziomów wsparcia 1,3760/30 (również funt wydaje się wrażliwy na ew. korektę dolara). Pomimo trwającego popytu na tradycyjne waluty „carry” waluty regionu CE4 pozostają stabilne, w przypadku globalnego umocnienia dolara nie można zatem wykluczyć korekty; dla EUR/PLN pierwszym poziomem oporu jest 3,7600/50 (kluczowym poziomem oporu pozostaje 3,7950). Bezpośrednia kontynuacja trendu wzrostowego oznacza natomiast umocnienie złotego do poziomu 3,7350/3,7200 w krótkim terminie.

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Prawdopodobna realizacja zysków na długich pozycjach w euro oraz test poziomów wsparcia 1,3770/60 oraz 1,3730. Przełamanie 1,3815 neguje ten scenariusz i otwiera drogę na 1,3835/45.. oraz 1,3900.

wsparcie	opór
1,3770/60	1,3835/45
1,3730	1,3815
1,3700	1,3800



Źródło: Reuters

Krótkoterminowe prognozy, Złoty

EURPLN		
SPOT	3,7499	3,7523
ATM	BID	ASK
1 W	5,75	6,75
1 M	5,70	6,70
2 M	5,70	6,70
3 M	5,60	6,60
6 M	5,65	6,35
1 Y	5,65	6,35
DELTA = 25		
	1 M	1 Y
RR	0,80	1,15
Fly	0,30	0,38

Przy umiarkowanej realizacji zysków (maks. do 3,7600/50) prawdopodobna wydaje się kontynuacja trendu oraz test poziomów wsparcia 3,7450/3,7350..

wsparcie	opór
3,7450	3,7750
3,7405	3,7650
3,7350	3,7585/00

USDPLN		
SPOT	2,7177	2,7200
ATM	BID	ASK
1 W	6,80	7,80
1 M	6,80	7,80
2 M	6,90	7,90
3 M	6,95	7,95
6 M	7,15	7,85
1 Y	7,15	7,85
DELTA = 25		
	1 M	1 Y
RR	1,25	1,20
Fly	0,30	0,40



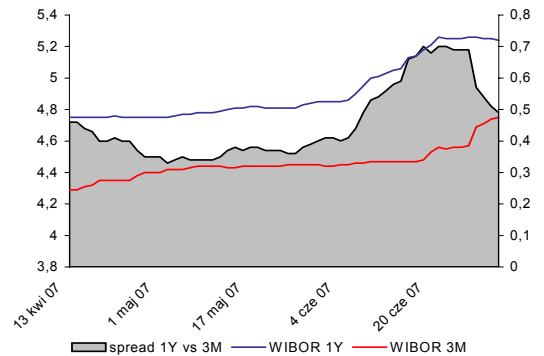
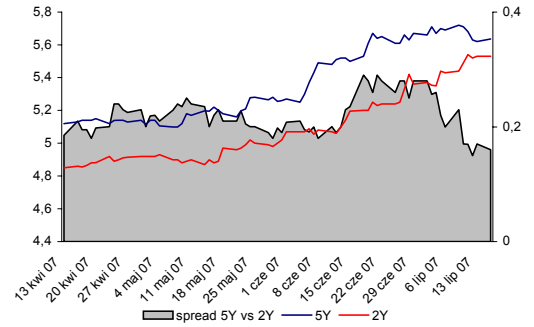
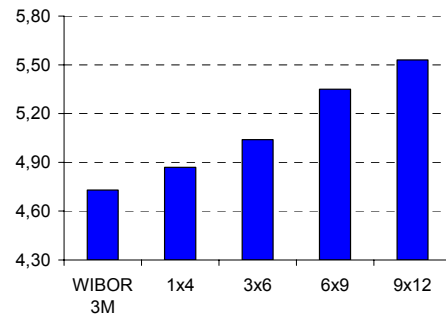
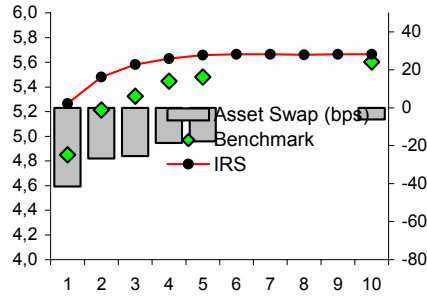
Źródło: Reuters

Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	5,22	5,32
2Y	5,43	5,53
3Y	5,53	5,63
4Y	5,58	5,68
5Y	5,61	5,71
6Y	5,62	5,72
7Y	5,62	5,72
8Y	5,61	5,71
9Y	5,62	5,72
10Y	5,62	5,72

depo	BID	ASK
ON	4,42	4,62
1M	4,50	4,70
3M	4,53	4,73

FRA	BID	ASK
1x2	4,74	4,79
1x4	4,82	4,87
3x6	5,00	5,04
6x9	5,31	5,35
9x12	5,47	5,53



Najważniejsze wydarzenia i publikacje danych makroekonomicznych wtorek, 17 lipca 2007

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
Niemcy	11:00	ZEW	lipiec	-	22,0	20,3
USA	14:30	PPI r/r	czerwiec	-	3,6%	4,1%
USA	15:15	Produkcja przem. m/m	czerwiec	-	0,3%	0,0%

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 UPZEDNIEGO 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 POPZEDNIEGO 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 JAKAKOLWIEK OSOBĘ DZIAŁAŃ LUB ZANIECHAŃ W ZWIĄZKU Z NINIEJSZYM OPRACOWANIEM JEST WYŁĄCZONA. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPZEDNIAJĄ PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.