



ERNEST PYTLARCYK TEL. 829 0166  
RADOSŁAW CHOLEWIŃSKI TEL. 829 1207  
WOJCIECH TRZEPIZUR TEL. 829 0188  
E-MAIL: research@brebank.com.pl

**Daily Letter**

STRON: 5

**wtorek, 18 września 2007**

## Makroekonomia

### Dwucyfrowy wzrost wynagrodzeń w sierpniu

*Szacujemy również, że w III kw. nastąpiło zwiększenie dynamiki jednostkowych kosztów pracy (ULC) do powyżej 10% r/r*

Wzrost wynagrodzeń przyspieszył w sierpniu do 10,5% r/r wobec 9,3% zanotowanych w lipcu (prognoza BRE i zarazem konsensus prognoz ukształtował się na poziomie 9,5%). Musimy przyznać, że z dwucyfrowym wzrostem płac należało się liczyć już od dłuższego czasu. Dostępne (lipcowe) szczegółowe dane o wynagrodzeniach wskazywały, że już w 21 sekcjach odnotowano dwucyfrowe wzrosty płac (w czerwcu odpowiednio dwucyfrowy wzrost płac zanotowano w 16 sekcjach). Dynamika wynagrodzeń może w kolejnych kwartałach dalej przyspieszać. Świadczyć o tym mogą choćby silne wzrosty zatrudnienia (4,8% r/r w sierpniu wobec 4,7% zanotowanych w lipcu) – zwracamy przy tym uwagę na opóźniony wpływ rosnącego popytu na pracę na żądania płacowe pracowników. **Szacujemy również, że w III kw. nastąpiło ponowne zwiększenie dynamiki jednostkowych kosztów pracy (ULC) do powyżej 10% r/r (wobec 9,2% zanotowanych w II kw. 2007 i 5,6% r/r prognozowanych przez ekspertów NBP). W sierpniu odnotowano rekordowy wzrost funduszu płac (pamiętajmy, że dochód do dyspozycji zwiększył się również poprzez redukcję klina podatkowego w lipcu), co powinno mocno stymulować popyt konsumpcyjny. Wszystko to oznacza, że ryzyko wzrostu inflacji w przeszłości rośnie.**

Przechodząc do ewentualnego wpływu danych o płacach na decyzje RPP, **oceniamy, że RPP ciągle może być w pewnym szoku po publikacji sierpniowej inflacji (1,5% r/r) i jest skłonna poczekać na rozwój sytuacji gospodarczej. Przez najbliższe tygodnie retoryka Rady powinna być więc dość łagodna. Zaostrzenia retoryki spodziewamy się dopiero po publikacji danych o inflacji za wrzesień (kiedy stanie się jasne, że ceny żywności podniosą ścieżkę inflacji w średnim okresie), bądź też po publikacji projekcji inflacyjnej NBP (koniec października). Nadal oczekujemy, że do kolejnej podwyżki stóp dojdzie w listopadzie, a do połowy przyszłego roku stopy wzrosną do poziomu 5,5%.**

### ... i komentarze członków RPP po danych o płacach

*Zaostrzenia retoryki RPP spodziewamy się dopiero po publikacji danych o inflacji za wrzesień bądź też po publikacji projekcji inflacyjnej NBP*

Publikacja danych o płacach sprowokowała komentarze M. Nogi i J. Czekaja z RPP. Zdaniem Nogi ostatnie dane nie zmuszają RPP do szybkiej reakcji a przejściowe spadki inflacji czynią sytuację bardziej „skomplikowaną”. Niemniej jednak, prof. Noga uważa, że trend inflacji pozostaje niezmienny i podwyżka stóp powinna nastąpić na koniec tego roku. Noga podtrzymał swój pogląd, że wzrost stóp proc. do 5,5% sprzyjałby stabilizowaniu inflacji, jednak nie wykluczył poluzowania monetarnego w drugiej połowie 2008 w sytuacji, gdy projekcja inflacyjna pokaże spadającą inflację (co wydaje się, w świetle naszych szacunków, raczej mniej prawdopodobne).

Prof. Czekaj stwierdził natomiast, że po danych o płacach „Rada nadal powinna obserwować sytuację”.

Ponownie podkreślamy, że dla zmiany nastroju RPP bardzo ważne mogą okazać się kolejne dane o inflacji i projekcja październikowa, naszym zdaniem pokazująca wzrost inflacji powyżej górnego przedziału celu w średnim okresie.

## Dziś decyzja FED

Oczekiwania analityków oscylują pomiędzy 25 i 50 bps redukcją stóp (rynek wycenia 25 bps redukcję). Nie wydaje się, aby FED w komunikacie odniósł swoją decyzję w sposób bezpośredni do sytuacji na rynkach finansowych. Po pierwsze, sytuacja na rynkach finansowych znacznie uspokoiła się od czasu sierpniowych spekulacji dotyczących credit crunch. Po drugie obecną obniżkę stóp można do pewnego stopnia uzasadnić wzrostem ryzyka spowolnienia w gospodarce amerykańskiej w tym przede wszystkim pogorszeniem sytuacji na rynku pracy (patrz zaskakująco złe dane o nowych miejscach pracy). 25 bps obniżka (to nasz scenariusz bazowy) prawdopodobnie potraktowana byłaby jako zapowiedź całego cyklu obniżek i polityki akomodacyjnej, podczas gdy 50 bps redukcja stóp mogłaby wygasić oczekiwania na dalsze obniżki. Kluczowy będzie jednak komunikat FEDu i z jednej strony ocena zagrożeń inflacyjnych a z drugiej ryzyka recesji (przypomnijmy, że był szef FED A. Greenspan ocenił, że ryzyko wystąpienia recesji jest większe niż 1/3).

## Rynek walutowy

| Fixing NBP |         |
|------------|---------|
| EUR/PLN    | USD/PLN |
| 3,7835     | 2,7280  |

EUR/USD 1,3860 EUR/JPY 159,30 EUR/PLN 3,7865 USD/PLN 2,7320 (-23,85% wzg. koszyka).

*Początek tygodnia przyniósł dalszą konsolidację na relacji EUR/USD, inwestorzy ograniczali ekspozycję przed posiedzeniem Fed. Przy solidnym poziomie wsparcia ok.. 1,3850 kurs euro utrzymywał się w paśmie wahań 1,3850-90 podczas sesji europejskiej, poziom oporu 1,3910 pozostał niezagrożony. Uspokojenie nastrojów (poza UK) sprzyjało ponownemu otwieraniu „carry trades”, dlatego też jen tracił umiarkowanie na wartości podczas sesji azjatyckiej; kurs EUR/JPY wyżkował do poziomu 160,15 a USD/JPY odp. do poziomu 115,37.. Jakkolwiek głównym beneficjentem słabszego jena stał się dolar australijski.. Początek sesji europejskiej przyniósł dalszą wyprzedaż funta – po doniesieniach dot. Northern Rock kurs GBP/USD przełamał poziomy wsparcia 2,0050/2,0000 uruchamiając zlecenia stop-loss; funt zniżkował do poziomu 1,9951 w godzinach porannych, późniejsza realizacja zysków sprawiła, że notowania GBP/USD powróciły do pasma wahań 2,0010-25. Publikacja figur z USA (indeks Empire St. – spadł do 14,7pkt.) nie wpłynęła na notowania dolara, pod koniec sesji EUR/USD był kwotowany na poziomie 1,3870. Złoty tracił nieznacznie na wartości, w trakcie pierwszej połowy sesji przeważała realizacja zysków – kurs EUR/PLN wyżkował do poziomu 3,7900 (odp. 2,7315 USD/PLN). Podobnie jak podczas piątkowej sesji, w drugiej połowie dnia złoty stopniowo odrabiał straty, osiągając pod koniec dnia poziom 3,7830 wobec euro oraz 2,7270 wobec dolara. Publikacja danych makro (wynagrodzenia 10,5% r/r) umocniły oczekiwania na podwyżkę stóp w Polsce, nie wpłynęły jednak na kurs EUR/PLN.*

Problemy brytyjskiego Northern Rock skupiają obecnie uwagę inwestorów – druga fala wyprzedaży funta przyniosła spadek kursu GBP/USD do poziomu 1,9882), przyczyniając się także do spadku notowań euro; przełamanie poziomów wsparcia 1,3850/40 EUR/USD uruchomiło ograniczone zlecenia stop-loss, w efekcie kurs euro zniżkował na otwarciu sesji europejskiej do poziomu 1,3828. Rynek dyskontuje obniżkę stóp Fed, jednakże mniej agresywna polityka banku centralnego (25 pb) może spowodować umocnienie dolara; kluczowy dla EUR/USD może okazać się komunikat Fed, szczególnie ewent. odniesienie się

Bernanke do obecnych problemów rynku finansowego. Zwyżka notowań dolara może również skłonić inwestorów do realizacji zysków na długich pozycjach w PLN – prawdopodobny jest test poziomów oporu 3,7900/3,7950 EUR/PLN.

### Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Możliwa realizacja zysków na długich pozycjach w euro przed decyzją (komunikatem) Fed; przełamanie 1,3830/20 otwiera drogę na 1,3770/1,3730. Kluczowym poziomem wsparcia jest 1,3680.

| wsparcie | opór   |
|----------|--------|
| 1,3830   | 1,3910 |
| 1,3770   | 1,3890 |
| 1,3730   | 1,3865 |



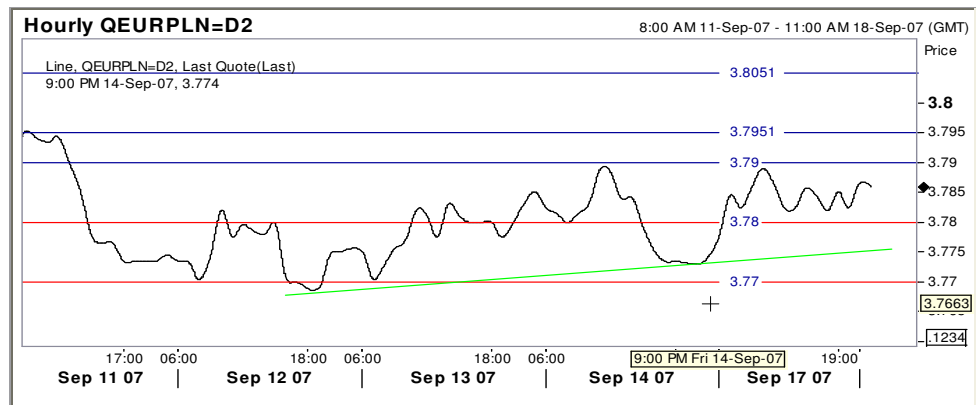
Źródło: Reuters

### Krótkoterminowe prognozy, Złoty

|            | EURPLN     |            |
|------------|------------|------------|
| SPOT       | 3,7868     | 3,7890     |
| <b>ATM</b> | <b>BID</b> | <b>ASK</b> |
| 1 W        | 5,20       | 6,20       |
| 1 M        | 5,20       | 6,20       |
| 2 M        | 5,20       | 6,20       |
| 3 M        | 5,25       | 6,25       |
| 6 M        | 5,40       | 6,10       |
| 1 Y        | 5,40       | 6,10       |
| DELTA = 25 |            |            |
|            | 1 M        | 1 Y        |
| RR         | 1,00       | 1,00       |
| Fly        | 0,30       | 0,38       |

Prawdopodobna realizacja zysków oraz test poziomów oporu 3,7900/3,7950 (przełamanie otwiera drogę na 3,8050/3,8150).

| wsparcie | opór   |
|----------|--------|
| 3,7800   | 3,8150 |
| 3,7700   | 3,8050 |
| 3,7600   | 3,7950 |

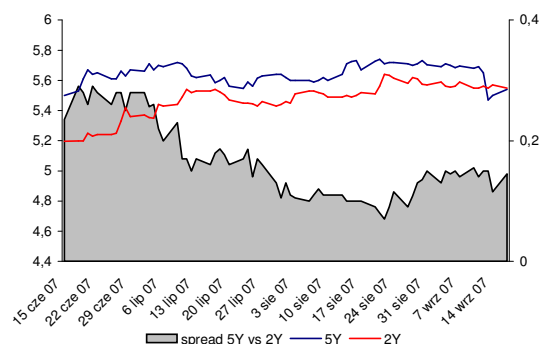
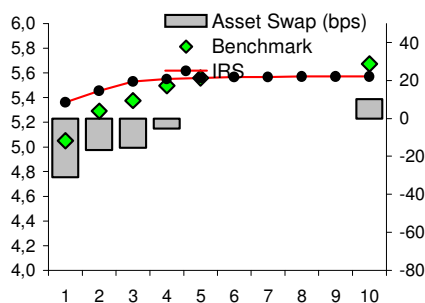


Źródło: Reuters

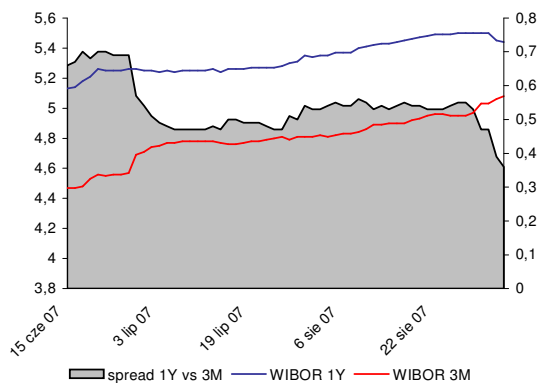
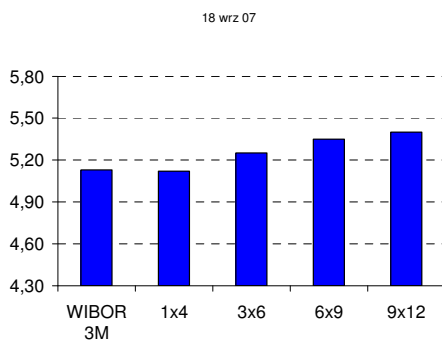
| USDPLN     |        |        |
|------------|--------|--------|
| SPOT       | 2,7329 | 2,7352 |
| ATM        | BID    | ASK    |
| 1 W        | 7,90   | 8,90   |
| 1 M        | 7,90   | 8,90   |
| 2 M        | 7,80   | 8,80   |
| 3 M        | 7,70   | 8,70   |
| 6 M        | 7,85   | 8,55   |
| 1 Y        | 7,85   | 8,55   |
| DELTA = 25 |        |        |
|            | 1 M    | 1 Y    |
| RR         | 1,00   | 1,00   |
| Fly        | 0,30   | 0,35   |

## Rynek stopy procentowej, Złoty

| IRS | BID  | ASK  |
|-----|------|------|
| 1Y  | 5,32 | 5,42 |
| 2Y  | 5,43 | 5,52 |
| 3Y  | 5,46 | 5,57 |
| 4Y  | 5,49 | 5,59 |
| 5Y  | 5,50 | 5,61 |
| 6Y  | 5,52 | 5,62 |
| 7Y  | 5,53 | 5,62 |
| 8Y  | 5,53 | 5,61 |
| 9Y  | 5,53 | 5,61 |
| 10Y | 5,53 | 5,61 |



| depo | BID  | ASK  |
|------|------|------|
| ON   | 4,75 | 4,95 |
| 1M   | 4,84 | 4,95 |
| 3M   | 4,92 | 5,13 |
| FRA  | BID  | ASK  |
| 1x2  | 4,95 | 5,02 |
| 1x4  | 5,08 | 5,12 |
| 3x6  | 5,20 | 5,25 |
| 6x9  | 5,30 | 5,35 |
| 9x12 | 5,35 | 5,40 |



### Najważniejsze wydarzenia i publikacje danych makroekonomicznych wtorek, 18 września 2007

| KRAJ | GODZINA | WSKAŹNIK                   | ZA OKRES | BRE | KONSSENSUS | POPRIEDNIO |
|------|---------|----------------------------|----------|-----|------------|------------|
| USA  | 14:00   | PPI                        | sierpień | -   | 3,1%       | 4,0%       |
| USA  | 20:15   | Decyzja FED w sprawie stóp | -        | -   | 5,0%       | 5,25%      |

**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 UPREDNIEGO 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 JAKAKOLWIEK OSOBĘ DZIAŁAŃ LUB ZANIECHAŃ W ZWIĄZKU Z NINIEJSZYM OPRACOWANIEM JEST WYŁĄCZONA. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPREDNIĄ PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.*