



ERNEST PYTLARCYK TEL. 829 0166
 MARCIN MAZUREK TEL. 829 0183
 RADOSŁAW CHOLEWIŃSKI TEL. 829 1207
 WOJCIECH TRZEPIZUR TEL. 829 0188
 E-MAIL: research@brebank.com.pl

STRON: 5

Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPRIEDNIO
EMU	11:00	PKB <i>flash</i> r/r	II kw.	-	1,5%	2,1%
EMU	11:00	Inflacja HICP r/r	Lipiec	-	4,1%	4,1%
POL	14:00	Podaż pieniądza M3 r/r	Lipiec	15,9%	15,9%	14,7%
USA	14:30	Inflacja CPI m/m	Lipiec	-	0,4%	1,1%
USA	14:30	Nowo-zarejestrowani bezrobotni	Tydz. do 9.08	-	-	455 tys.

Makroekonomia

Lipcowa inflacja zgodna z oczekiwaniami

Roczny wskaźnik inflacji wzrósł w lipcu do 4,8% (wynik zgodny z konsensem prognoz) z 4,6% zanotowanych w czerwcu. Na wzrost inflacji złożył się przede wszystkim bardziej ograniczony niż w poprzednim roku spadek cen żywności oraz wzrosty cen w takich kategoriach jak paliwa, mieszkanie (głównie nośniki energii), hotele i restauracje. **Nasze wstępne szacunki wskazują na wzrost inflacji bazowej netto w lipcu do 3,5% z 3,4% r/r zanotowanych w maju. Nowa miara inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii ustabilizowała się prawdopodobnie na poziomie 2,2% r/r.** Fakt ten wspiera nasz pogląd o umiarkowanych wtórnych efektach wzrostu energii, żywności i kosztów pracy odnotowanych w pierwszej połowie roku.

Wczorajsze dane oraz zmieniające się w związku z cyklicznym spowolnieniem średniookresowe perspektywy dla inflacji znacznie zmniejszają ryzyko „korygującej” podwyżki stóp w polskiej gospodarce i przybliża koniec fazy zacieśnienia monetarnego.

Przechodząc do perspektyw dla inflacji na najbliższe miesiące, uważamy, że spadki cen ropy naftowej mogą znacznie ograniczyć spodziewany na sierpień szczyt inflacji CPI (podkreślamy jednak, że inflacja bazowa rosła będzie w kolejnych miesiącach). **Obecnie nasze szacunki sierpniowej inflacji CPI mieszczą się w przedziale (4,8%-5,2%). Duża niepewność co do sierpniowej danej wynika przede wszystkim ze zmienności cen żywności w miesiącach letnich.**

Korzystne czynniki o charakterze podażowym (głównie ropa naftowa), ograniczone jak dotąd wtórne efekty wzrostu cen energii i kosztów pracy oraz statystyczny efekt wysokiej bazy z 2007 roku mogą wygenerować spadkowy trend na rocznym wskaźniku inflacji na jesieni (łatwo zgadnąć, co taki scenariusz oznaczałoby dla oczekiwań co do poziomu stóp NBP i polskich obligacji).

Wczorajsze dane oraz zmieniające się w związku z cyklicznym spowolnieniem średniookresowe perspektywy dla inflacji znacznie zmniejszają ryzyko „korygującej” podwyżki stóp w polskiej gospodarce i przybliża koniec fazy zacieśnienia monetarnego. **Uważamy, że w najbliższych miesiącach uwaga RPP skoncentruje się na sferze realnej (kwestia spowolnienia gospodarczego) i spadającym wskaźniku *headline***

inflation (oczekujemy tym samym, że w mniejszym stopniu podkreślany będzie mechanizm oddziaływania wysokiej odczuwalnej inflacji na oczekiwania inflacyjne).

Reakcja członków RPP na dane o inflacji

Tradycyjnie dane o inflacji wywołały lawinę komentarzy ze strony RPP. **Jastrzębi członkowie Rady (Filar, Noga, Wasilewska-Trenkner) podkreślili możliwość jednej, a w przypadku Filara dwóch podwyżek stóp procentowych w tym cyklu.** Zdaniem Filara spodziewane spowolnienie gospodarcze nie będzie dostatecznie głębokie aby ograniczyć presję inflacyjną. Wasilewska-Trenkner podkreśliła, że efekty spadku cen ropy na rynkach światowych są w Polsce ciągle mało odczuwalne, choć przyznała, że szczyt inflacji w sierpniu może być niższy niż oczekiwano.

Zdaniem bardziej umiarkowanych członków Rady – Czekaja i Owsiaka – gremium powinno czekać z kolejnymi zmianami stóp procentowych. Owsiak podkreśla, że po sierpniu nastąpi spadek rocznego wskaźnika inflacji, a Rada powinna działać „rozważnie”. Czekaj wskazuje na istotność kursu walutowego, danych o płacach, bilansie płatniczym dla przyszłych decyzji (czeka między innymi na potwierdzenie sygnałów o spowolnieniu gospodarczym). Nie spodziewa się jednak, że nadchodzące dane będą na tyle zaskakujące, że RPP będzie zmuszona do zmian parametrów polityki monetarnej.

Strefa euro: kolejny roczny spadek produkcji przemysłowej

Dane wyraźnie wskazują, że szczyt aktywności przemysłu przypadł na I kwartał br. a wskaźniki koniunktury wskazują na utrzymanie spadkowej tendencji.

Produkcja przemysłowa w strefie euro pozostała stabilna w ujęciu miesięcznym; w ujęciu rocznym obniżyła się natomiast o 0,5%, po -0,4% odnotowanych miesiąc wcześniej. Dane wyraźnie wskazują, że szczyt aktywności przemysłu przypadł na I kwartał br. (w dużej mierze za sprawą korzystnego zbiegu okoliczności: dobrej sytuacji pogodowej, która stymulowała produkcję budowlano-montażową, operującą na bazie komponentów dostarczanych przez przetwórstwo przemysłowe) a wskaźniki koniunktury wskazują na utrzymanie spadkowej tendencji.

Rozbicie towarowe produkcji potwierdza tezę o kontynuacji spadków produkcji przemysłowej. Drugi raz z rzędu w ujęciu miesięcznym obniżyła się produkcja dóbr inwestycyjnych oraz dóbr konsumpcyjnych trwałego użytku. Dynamika roczna pierwszej z tych grup towarowych istotnie wyhamowała do 1,4% podczas gdy tempo wzrostu trwałych dóbr konsumpcyjnych znalazło się w ujemnym terytorium na poziomie -5,3%. **Spadki dynamiki towarów tego typu świadczą o malejącym optymizmie konsumentów (potwierdzanym nieustannie przez ujemne dynamiki sprzedaży detalicznej) oraz malejących perspektywach zysku przedsiębiorstw, co zniechęca je do prowadzenia działalności inwestycyjnej.**

USA: Spadek sprzedaży detalicznej w lipcu

Wszystko wskazuje na to, że impuls płynący z pakietu fiskalnego okazał się krótkotrwały.

Sprzedaż detaliczna obniżyła się w skali miesiąca o 0,1% (zgodnie z konsensusem). Spadek nie wynikał jednak głównie z niższego obrotu na rynku samochodów (dane na ten temat były dostępne długo przed odczytem), ponieważ sprzedaż po wyłączeniu aut przyrosła zaledwie o 0,4%. **Pozytywnym sygnałem jest rewizja ostatniego odczytu w górę, jednak wciąż wysokie ceny paliw, niski poziom optymizmu oraz ograniczenia w zaciąganiu kredytów konsumpcyjnych nie pozwalają na istotną ekspansję wydatków.** Wszystko wskazuje na to, że impuls płynący z pakietu fiskalnego okazał się

krótkotrwały.

Stabilizacja na rynku ropy naftowej powinna w najbliższym czasie pozwolić na obniżenie cen paliw na stacjach benzynowych. W krótkim okresie będzie to jednak kolejny czynnik ograniczający sprzedaż detaliczną w ujęciu nominalnym; krótkookresowa sztywność popytu na paliwa implikuje, że amerykańskie gospodarstwa domowe wcale nie zaczną podróżować więcej. Niemniej jednak spadające ceny paliw będą prawdopodobnie miały korzystne implikacje dla sentymentu konsumpcyjnego, co z kolei przyczyni się prawdopodobnie do powolnego odbudowania wydatków. **Okres obniżonej konsumpcji będzie tym samym wydłużony a wyniki III kwartału znacznie gorsze od tych zanotowanych kwartał wcześniej. Scenariusz taki wspiera dłuższy okres utrzymywania stopy Fed funds na bieżącym poziomie.**

Posiedzenie RPP, 27. sierpnia

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

* OIS – Overnight Index Swap

Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,2690	2,1915

EUR/USD 1,4875 EUR/JPY 162,90 EUR/PLN 3,3025 USD/PLN 2,2200

Pod koniec sesji europejskiej dolar osłabł do poziomu 1,4844 wobec euro powodowany coraz wyraźniejszymi sygnałami o ostrym wyhamowaniu gospodarki światowej w tym gospodarek europejskich. Sesja amerykańska to wyprzedaż dolara po tym jak rozczarowujące dane o zapasach ropy naftowej spowodowały ponad 2,5% wzrost cen tego surowca.

Kontynuacja osłabienia złotego. Wczoraj złoty przebił ważny psychologiczny poziom wsparcia wobec euro. Kurs EUR/PLN wzrósł powyżej 3,3000. Osłabienie złotego należy wiązać bezpośrednio z topniejącymi oczekiwaniami na zacieśnienie monetarne. Słabsze dane ze sfery realnej, których spodziewamy się w przyszłym tygodniu powinny dodatkowo działać w stronę osłabienia złotego. Coraz powszechniejsza jest też wiara inwestorów w istotną korektę na złotym.

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Poziom wsparcia 1,4855/50 po raz kolejny obronił się, czas na sprawdzenie poziomów oporu 1,4935/1,4964; przełamanie otwiera drogę na 1,5000/1,5035.

wsparcie	Opór
1,4855	1,5085
1,4815	1,5000
1,4775	1,4964



Źródło: Reuter

Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Przełamanie 3,3050/70 może uruchomić kolejne zlecenia stop-loss, w takim przypadku prawdopodobny wydaje się test poziomów oporu 3,3175/3,3300. Silny poziom wsparcia ok. 3,2700/3,2660.

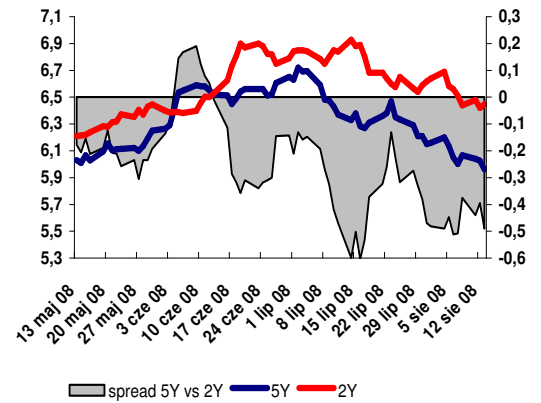
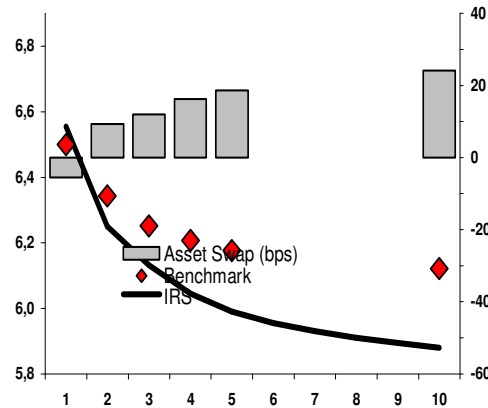
Wsparcie	opór
3,2980	3,3300
3,2865	3,3175
3,2660	3,3070



Źródło: Reuters

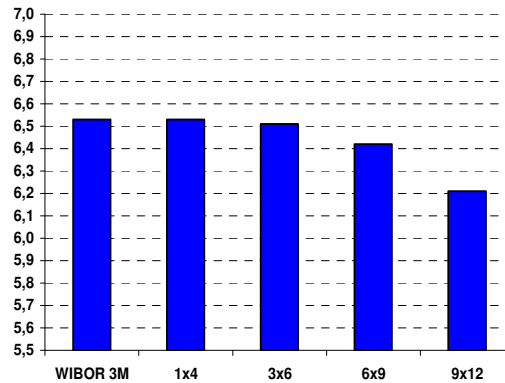
Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	6,54	6,57
2Y	6,23	6,27
3Y	6,11	6,15
4Y	6,03	6,07
5Y	5,97	6,01
6Y	5,94	5,98
7Y	5,91	5,95
8Y	5,89	5,93
9Y	5,88	5,92
10Y	5,86	5,90



depo	BID	ASK
ON	6,00	6,10
1M	6,05	6,24
3M	6,34	6,53

FRA	BID	ASK
1x2	6,21	6,26
1x4	6,48	6,53
3x6	6,46	6,51
6x9	6,37	6,42
9x12	6,16	6,21



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 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 ZAMKNIĘCIĄ 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 JAKĄKOLWIEK OSOBĘ DZIAŁAŃ LUB ZANIECHAŃ W ZWIĄZKU Z NINIEJSZYM OPRACOWANIEM JEST WYŁĄCZONA. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRZEDNIĄ PISEMNIĄ ZGODĄ AUTORÓW.