



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

Daily Letter**środa, 27 sierpnia 2008**

STRON: 6

Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
POL	13-14	Decyzja RPP	-	6,0%	6,0%	6,0%
USA	14:30	Zamówienia na dobra trwałe m/m	Lipiec	-	0,1%	0,8%

Makroekonomia

Dzisiaj decyzja RPP – stopy pozostaną na dotychczasowym poziomie

Coraz słabsze dane ze sfery realnej, których spodziewamy się w nadchodzących miesiącach oraz obniżanie się headline inflation minimalizują naszym zdaniem prawdopodobieństwo dalszych podwyżek stóp.

Analitycy właściwie zgodni są co do dzisiejszej decyzji Rady Polityki Pieniężnej – RPP utrzyma stopy na dotychczasowym poziomie. Rozbieżności pojawiają się natomiast co do kilkumiesięcznych prognoz polityki monetarnej (większość analityków spodziewa się jeszcze jednej podwyżki stóp w październiku). **Naszym zdaniem głębsze niż antycypowano spowolnienie gospodarcze w Polsce (wydaje się, że może nie być ono tak „łagodne” jak zapowiadała wcześniej Rada) oraz spadki cen ropy naftowej to silne argumenty przeciw dalszym podwyżkom stóp.** Argument o słabości sfery realnej wydaje się trafiać w RPP na bardzo podatny grunt, o czym już dobitnie świadczą „Minutes” z ostatniego posiedzenia – większość Rady opowiedziała się wtedy przeciw korekcyjnemu zacieśnieniu monetarnemu i za dłuższym okresem dochodzenia do celu inflacyjnego wskazując na zagrożenia dla sfery realnej włączając silną aprecjację złotego. Rada oceniła również, że już dokonane podwyżki przybliżają osiągnięcie celu inflacyjnego.

Coraz słabsze dane ze sfery realnej, których spodziewamy się w nadchodzących miesiącach oraz obniżanie się *headline inflation* (niższa ropa i statystyczny efekt wysokiej bazy po sierpniu) naszym zdaniem minimalizują prawdopodobieństwo dalszych podwyżek stóp i uprawdopodobniają rychłe ogłoszenie końca fazy zacieśnienia monetarnego (takie scenariusze sprawdziły się już w Czechach i na Węgrzech).

Oceniamy, że dzisiejszy komunikat właśnie podkreśli ryzyka dla sfery realnej, spadki cen surowców.

Sprzedaż detaliczna zgodna z konsensusem prognoz

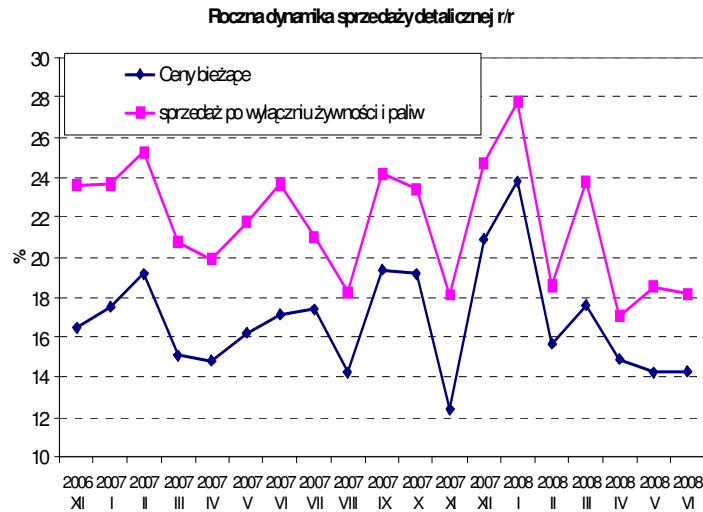
Sprzedaż detaliczna rosła w lipcu w tempie 14,3% r/r wobec 14,2% r/r zanotowanych w poprzednim miesiącu. Konsensus prognoz ukształtował się na poziomie 14,6% r/r (biorąc więc pod uwagę historyczną zmienność szeregu sprzedaży detalicznej dzisiejszy odczyt jest praktycznie zbliżony z konsensusem prognoz).

Przechodząc do rozbicia sprzedaży, w lipcu utrzymały się wysokie dynamiki takich kategorii

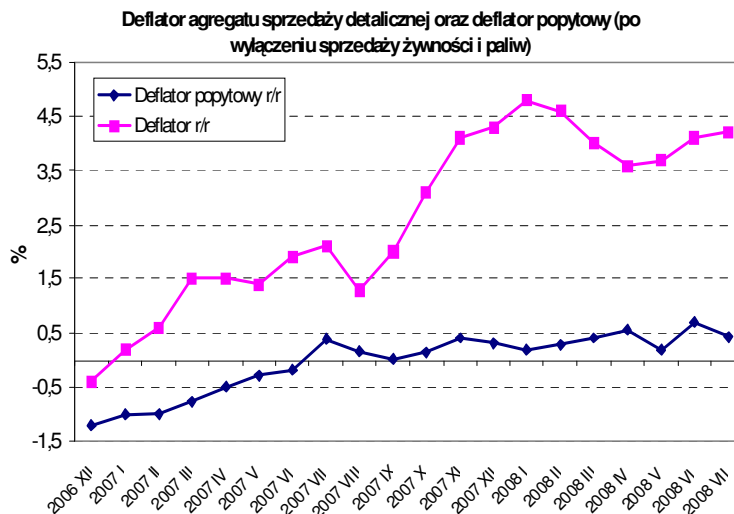
jak meble, RTV, AGD (26,3% r/r), odzież i obuwiu (36,6%). Dynamika sprzedaży detalicznej po wyłączeniu paliw i żywności była w sierpniu zbliżona do tej z lipca i wyniosła 18,2% r/r (patrz wykres poniżej). **Rozbicie sprzedaży (wysoka dynamika sprzedaży dóbr trwałego użytku) wskazuje na ciągle wysoki optymizm konsumentów (w przypadku mebli wysokie wzrosty to zapewne wpływ kumulacji kończących się inwestycji mieszkaniowych). Spadek sprzedaży samochodów to prawdopodobnie wpływ dużego importu aut, który prawdopodobnie nie jest w pełni ujmowany w ankietach GUS.**

Podtrzymujemy naszą diagnozę z poprzednich miesięcy, że zagrożenie dla wzrostu gospodarczego należy upatrywać po stronie podażowej gospodarki a popyt konsumpcyjny ze znacznym opóźnieniem zareaguje na sygnały spowolnienia gospodarczego.

Podtrzymujemy naszą diagnozę z poprzednich miesięcy, że zagrożenie dla wzrostu gospodarczego należy upatrywać po stronie podażowej gospodarki (patrz dzisiejsze dane o nowych zamówieniach w przemyśle, które spadły o 4,3% r/r i zwiastują coraz niższe dynamiki produkcji przemysłowej). Popyt konsumpcyjny ze znacznym opóźnieniem zareaguje na sygnały spowolnienia gospodarczego – nie szukajmy więc oznak spowolnienia tam, gdzie nie należy się go spodziewać.



Tradycyjnie już przeliczyliśmy inflację w koszyku sprzedaży detalicznej. Deflator „popytowy” spadł z 0,7% r/r do 0,4% r/r. **Spadek deflatora to przede wszystkim efekt spadku cen samochodów.**



Optyzmizm amerykańskich konsumentów lekko w górę

Wskaźnik optymizmu amerykańskich konsumentów liczony przez Conference Board wzrósł w sierpniu 56,9 pkt. z 51,9 pkt. miesiąc wcześniej. Analitycy spodziewali się odczytu na poziomie 53,0 pkt. Poprawa indeksu dokonała się za sprawą wysoce zmiennego indeksu oczekiwań; składowa bieżąca odnotowała w sierpniu dalsze spadki. Oczekiwania inflacyjne obniżyły się do 6,7% z 7,5% w poprzednim miesiącu.

Spadek oczekiwań inflacyjnych to prawdopodobnie wynik obniżenia się cen paliw na stacjach benzynowych – w najbliższych miesiącach możliwa jest zatem dalsza stabilizacja oczekiwań cenowych. **Spadki cen paliw są jednak niewystarczającą rekompensatą dla coraz gorszej sytuacji na rynku pracy.** Odsetek respondentów twierdzących, że praca jest „trudna do zdobycia” wzrósł w sierpniu do 32%; z kolei odsetek osób wskazujących, że miejsc pracy jest pod dostatkiem obniżył się do 13,1%. Różnica pomiędzy tymi grupami respondentów bardzo dobrze prezentuje tendencje na rynku pracy – dalsze wzrosty stopy bezrobocia są zatem bardzo prawdopodobne. **Z tego względu trudno w tym momencie mówić o punkcie zwrotnym w nastrojach amerykańskich konsumentów.**

Minutes Fed: następnym ruchem będzie podwyżka stóp

Opublikowane wczoraj „Minutes” z sierpniowego posiedzenia FOMC wskazują, tak zresztą jak zasygnalizowano w samym komunikacie, na rewizję prognoz i ocen Fed odnośnie wzrostu gospodarczego i sfery nominalnej na najbliższe kwartały. Tak więc, wpływ pakietu fiskalnego na pobudzenie konsumpcji jest w ocenie większości członków FOMC jedynie przejściowy, rozszerzenie *spreadów* kredytowych będzie zaś działać hamująco na inwestycje przedsiębiorstw.

Oceniamy, że do podwyżki może dojść na początku 2009 roku. Zacieśnienie monetarne będzie przede wszystkim wyrazem normalizacji polityki pieniężnej i próbą wytracenia zmienności stóp procentowych po erze Greenspana.

Członkowie FOMC podkreślali również, że obserwowane ostatnio ożywienie eksportu może zostać zahamowane przez słabnący popyt w gospodarce światowej. Przy zrewidowanych prognozach dotyczących wzrostu gospodarczego, przedstawiciele Fed oczekują nadal wzrostu inflacji bazowej w roku bieżącym. Rok przyszły ma w ich ocenie przynieść istotny spadek zarówno inflacji bazowej, jak i *headline inflation*. Zasadniczymi powodami obniżenia presji inflacyjnej mają być obniżenie cen surowców i energii oraz wygasanie wpływu wyższych cen energii zanotowanych w przeszłości. **Istotnym czynnikiem hamującym wzrost inflacji zdaniem przedstawicieli Fed będzie niski wzrost kosztów pracy.**

Przy powyższym scenariuszu inflacyjnym członkowie FOMC podkreślają jednak ryzyka związane ze wzrostem oczekiwań inflacyjnych, choć niektórzy wskazują, że w związku ze spadkami cen ropy i te ryzyka mogły ulec w ostatnim czasie obniżeniu. Przedstawiciele Fed nie odbierają obecnej polityki monetarnej jako zbyt akomodacyjnej podkreślając podwyższone koszty kredytu i jego niską dostępność w gospodarce na skutek wydarzeń na rynku finansowym w ostatnim roku. **Członkowie FOMC zaznaczają jednak, że kolejnym ruchem w polityce monetarnej będzie podwyżka stóp – moment podwyżki może jednak być znacznie oddalony w czasie ze względu na sytuację na rynkach finansowych oraz niski wzrost gospodarczy.** Oceniamy, że do podwyżki może dojść na początku 2009 roku. Zacieśnienie monetarne będzie przede wszystkim wyrazem normalizacji polityki pieniężnej i próbą wytracenia zmienności stóp procentowych po erze Greenspana.

Indeks Ifo coraz niżej

Indeks Ifo w Niemczech spadł w sierpniu do 94,8 pkt. z 97,5 pkt. w poprzednim miesiącu; analitycy oczekiwali obniżki indeksu do 97,2 pkt. Składowa indeksu opisująca oczekiwania spadła do 87,0 pkt. z 89,9 pkt natomiast komponent bieżący ukształtował się na poziomie 103,2 pkt. – niższym o 2,4 pkt. niż miesiąc wcześniej. **W ujęciu „zegara cyklu koniunkturalnego” niniejszy układ wskaźników plasuje gospodarkę niemiecką w obszarze załamania gospodarczego.**

Wysoce konkurencyjna gospodarka niemiecka zaczyna coraz szybciej odczuwać problemy, z którymi borykają się także inne kraje strefy euro (najgorsza sytuacja w Hiszpanii oraz we Włoszech). Niemieccy eksporterzy są coraz bardziej pesymistyczni w ocenie przyszłej sytuacji – wygląda na to, że obniżenie globalnego popytu oraz mocne euro stało się także i dla nich istotną przeszkodą w rozwoju działalności. Podobny obraz wyłania się także z innych wskaźników koniunktury (PMI, ESI) oraz z twardych danych o nowych zamówieniach w przemyśle. Ograniczeniem dla wzrostu gospodarczego pozostają także ceny ropy naftowej, które pozostają wysokie w ujęciu rocznym. Oczekujemy, że to właśnie rosnące zagrożenia dla wzrostu gospodarczego staną się wkrótce przyczynkiem do złagodzenia retoryki EBC. Stopy procentowe będą jednak utrzymywane na wysokim poziomie jeszcze przez kilka miesięcy, dopóki oczekiwania inflacyjne nie obniżą się do celu banku.

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

Ceny terminowe ropy naftowej Brent (USD)

Kontrakt	Ask	Zmiana
OCT8	115,06	0,51
NOV8	116,43	0,38
DEC8	117,61	0,29

Data: 2008-08-27

Godzina: 8:25:45

Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,3120	2,2674

EUR/USD 1,4715 EUR/JPY 160,45 EUR/PLN 3,3300 USD/PLN 2,2630

Dolar zyskiwał podczas wczorajszej sesji za sprawą niższego indeksu Ifo oraz lepszych od oczekiwania danych na temat optymizmu amerykańskich konsumentów. W pierwszej części dnia zyski na dolarze przekładały się na spadające ceny ropy; po południu przeważały obawy o huragan Gustaw, co popchnęło ceny surowca znacznie powyżej porannego poziomu. Publikacja „Minutes” z posiedzenia FOMC przeszła praktycznie bez echa. Dziś dane o zamówieniach na dobra trwałe w USA.

Złoty wymieniany był wczoraj we względnie szerokim paśmie 3,29-3,33, co ostatecznie doprowadziło do osłabienia złotego względem euro do poziomu 3,3295. Dziś decyzja RPP: brak zmian stóp procentowych oraz komunikat akcentujący zagrożenia dla wzrostu gospodarczego mogą pogłębić straty polskiej waluty.

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Korekta po „sprawdzeniu” poziomów wsparcia 1,4600/1,4570.. prawdopodobny test poziomów oporu 1,4740/1,4760.. Silny poziom oporu na 1,4907.

wsparcie	Opór
1,4660	1,4815
1,4625	1,4760
1,4570	1,4740

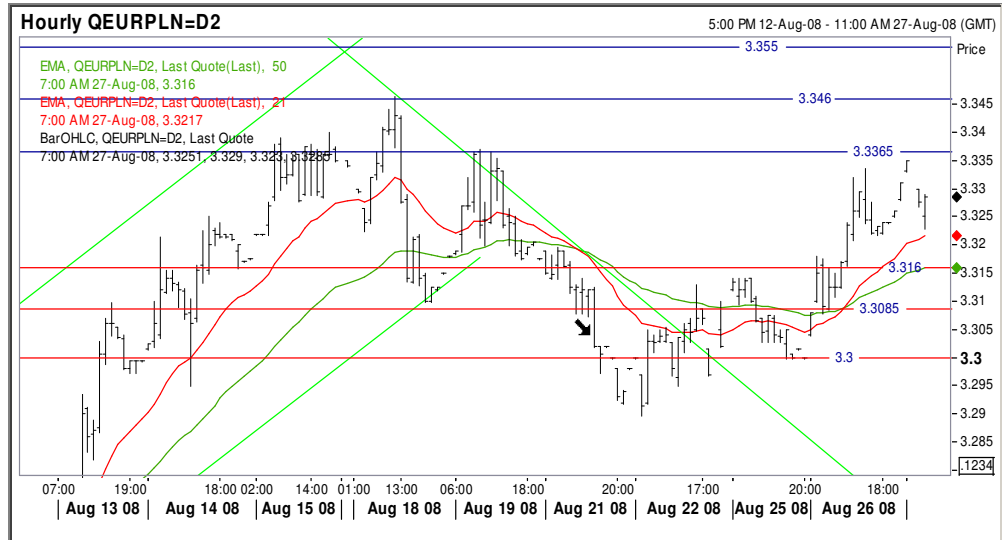


Źródło: Reuter

Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Możliwe umiarkowane osłabienie złotego przed decyzją RPP (oczekiwania na gołębi komunikat), natomiast po decyzji ewent. pozytywny odbiór RPP będzie oznaczał ponowne umocnienie PLN; oferty eksporterów powyżej 3,33/3,34 ograniczają aprecjację euro.

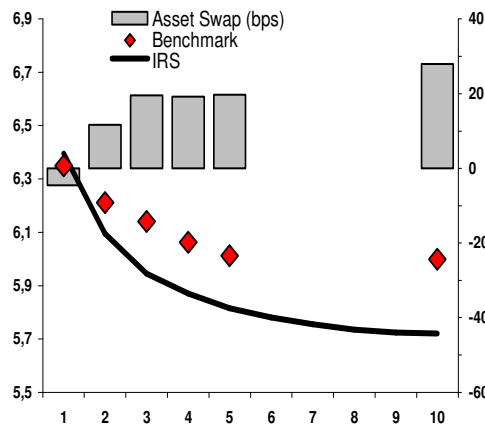
Wsparcie	opór
3,3160	3,3550
3,3085	3,3460
3,3000	3,3365



Źródło: Reuters

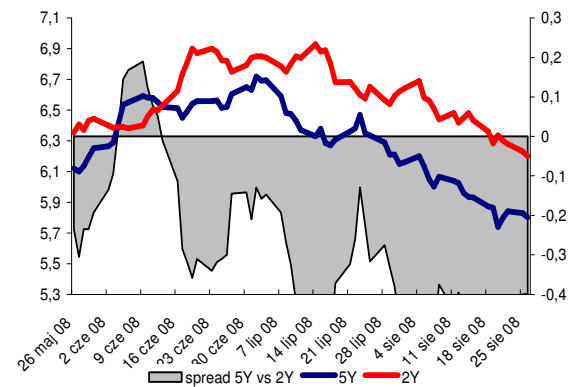
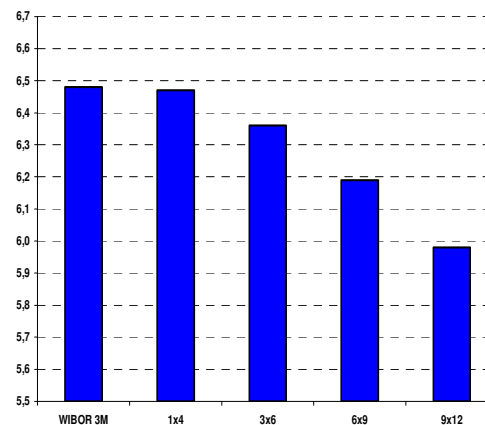
Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	6,38	6,41
2Y	6,08	6,11
3Y	5,93	5,96
4Y	5,86	5,88
5Y	5,80	5,83
6Y	5,77	5,79
7Y	5,74	5,77
8Y	5,72	5,75
9Y	5,71	5,74
10Y	5,71	5,73



depo	BID	ASK
ON	5,89	6,39
1M	6,05	6,25
3M	6,31	6,48

FRA	BID	ASK
1x2	6,19	6,24
1x4	6,43	6,47
3x6	6,32	6,36
6x9	6,14	6,19
9x12	5,93	5,98



UWAGA!

NINIEJSZE OPRAWOWANIE 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 UPRIEDZIEGO POWIADOMIENIA. INFORMACJE, NA KTÓRE POWOŁUJĄ SIĘ W NINIEJSZYM OPRAWOWANIU AUTORZY NIEKONIECZNIE POZOSTAJĄ W ZGODZIE Z OPINIAMI BRE BANKU. KWOTOWANIA WSKAZANE W OPRAWOWANIU 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 OPRAWOWANIA, 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 OPRAWOWANIEM JEST WYŁĄCZONA. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRAWOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRIEDZONĄ PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.