



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

STRON: 5

czwartek, 28 sierpnia 2008

Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
EMU	11:00	ESI	sierpień	-	88,0 pkt.	89,5 pkt.
USA	14:30	PKB <i>preliminary</i>	II kw.	-	1,8%	1,9%
USA	14:30	Nowo zarejestrowani bezrobotni	tydz do 22.08	-	-	432 tys.

Makroekonomia

Stopy NBP bez zmian, polityka monetarna pozostaje restrykcyjna, coraz więcej pytań o kondycję sfery realnej

Zgodnie z oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe na niezmiennym poziomie. **W komunikacie podkreślono, że polityka monetarna pozostaje nadal restrykcyjna** (ponownie pojawiło się zdanie mówiące o możliwości zacieśnienia monetarnego w celu obniżenia inflacji). **Wydźwięk komunikatu był jednak bardziej łagodny niż miesiąc temu** – w komunikacie wielokrotnie pojawiało się odniesienie do niższego wzrostu gospodarczego (fragment o niepewności co do perspektyw wzrostu zastąpiono niepewnością co do skali spowolnienia) i spadku cen ropy. Wskazano również na nowe czynniki mogące obniżyć presję płacową i inflacyjną, takie jak pogorszenie sytuacji finansowej przedsiębiorstw. Zniknął fragment o efektach drugiej rundy. Rada wskazała ponownie na aprecjację złotego jako czynnik antyinflacyjny, znikł jednak z komunikatu fragment mówiący o zbyt szybkiej (przewyższającej tempo równowagi) aprecjacji złotego.

Naszym zdaniem kolejne odczyty makro bardzo ograniczą ryzyko kolejnej podwyżki stóp procentowych. W związku z głębszym niż się obecnie przyjmuje spowolnieniem gospodarczym (obecny cykl charakteryzował będzie się większą korelacją ze strefą euro) oczekujemy obniżek stóp w 2009 roku w skali około 75 pb.

Podczas konferencji członkowie Rady zgodni byli co do tego, że złoty powinien być przez RPP traktowany jako czynnik neutralny przy podejmowaniu decyzji o stopach procentowych. Konferencja i kolejne wypowiedzi członków RPP potwierdziły sygnalizowane w komunikacie obawy o wzrost gospodarczy. W wywiadzie opublikowanym wczoraj przez agencje informacyjne **prof. Filar** podkreślił, że brak decyzji o podwyżce stóp to właśnie bezpośredni wynik niepewności co do skali spowolnienia gospodarczego. Nie przesądza on jednak o tym, że ostatnie słabsze odczyty zmniejszają prawdopodobieństwo podwyżki stóp. W swej wypowiedzi prof. Filar wskazuje również na wzrost inflacji bazowej do 2,7-2,8% w sierpniu. Należy jednak podkreślić, że wzrost ten przede wszystkim wynika z efektu niskiej bazy z poprzedniego roku (obniżki cen dostępu do Internetu), w ujęciu miesięcznym wzrost ten nie przekroczy 0,1-0,2%. Filar odniósł się również do ostatnich decyzji banków centralnych naszego regionu wskazując na różne, indywidualne uwarunkowania i synchronizację tych gospodarek ze strefą euro.

Inny członek RPP **J. Czeka**j wskazuje, że RPP powinna brać pod uwagę tendencje w

polityce monetarnej innych banków. Czekaj nie wspomina już o podwyżkach stóp (spodziewa się obniżek w przyszłym roku). Ocenia, że inflacja spadnie do 4,2-4,4% na koniec 2008 zaś wzrost obniży się w przyszłym roku do poziomu 4,0-4,5%, co będzie działać antyinflacyjnie. Rynek bardzo gwałtownie zareagował natomiast (wzrost rentowności o 10 pb.) na wypowiedzi **M. Nogi**, który wskazał na wyższą ścieżkę przyszłej projekcji inflacyjnej oraz „zaprognozował” wzrost inflacji do 4,9% w grudniu tego roku. Tempo wzrostu PKB na przyszły rok oszacował na 5%. Dziś rano dodał, że konieczna jest jeszcze jednak szybka podwyżka stóp procentowych.

Podkreślamy, że prognozy na które się powołuje prof. Noga są rozbieżne z naszymi szacunkami. Wysoka baza na jesieni oraz spadki cen paliw spowodują stopniowe obniżanie wskaźnika inflacji CPI w nadchodzących miesiącach. Uwzględnienie w modelu NECMOD niższej ścieżki wzrostu dla krajów UE oraz niższych cen ropy może wpłynąć na obniżenie centralnej ścieżki projekcji inflacyjnej. **Właśnie opadająca ścieżka inflacji (i wyraźne obniżenie wzrostu gospodarczego, w tym ujemna dana o produkcji za sierpień) mogą być czynnikiem determinującym oczekiwania rynkowe w najbliższych miesiącach.** Naszym zdaniem kolejne odczyty makro bardzo ograniczą ryzyko kolejnej podwyżki stóp procentowych. W związku z głębszym niż się obecnie przyjmuje spowolnieniem gospodarczym (obecny cykl charakteryzował będzie się większą korelacją ze strefą euro) oczekujemy obniżek stóp w 2009 roku w skali około 75 pb.

Kolejny wzrost nowych zamówień na dobra trwałe w USA

Zamówienia na dobra trwałe wzrosły w lipcu o 1,3% m/m (konsensus na poziomie 0,0%) po identycznym wzroście (po rewizji w górę) odnotowanym miesiąc wcześniej. Po wyłączeniu dóbr transportowych zamówienia wzrosły o 0,7% m/m po 2,4% w poprzednim miesiącu.

Zamówienia na dobra trwałe nie przypominają poziomów recesyjnych (przez ponad rok poruszają się one mniej więcej w trendzie bocznym, podczas gdy zamówienia dóbr o charakterze nie-militarnym i z wyłączeniem samolotów notują nawet lekkie wzrosty). Takie zachowanie nowych zamówień wynika prawdopodobnie z mocnego popytu na amerykańskie towary (pochodzącego także w dużej mierze zza granicy). W dalszej części roku sytuacja może ulec zmianie ze względu na dalsze ograniczenie konsumpcji krajowej po wyczerpaniu środków z rabatów czekowych oraz ogólne obniżenie popytu globalnego. Z tego względu wydaje się, że najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest co najwyżej stabilizacja nowych zamówień w przyszłych miesiącach, zwłaszcza w obliczu spadających szacunków nowych zamówień w ISM oraz dużych zapasów dóbr trwałych.

Posiedzenie RPP, 24. września

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone według krzywej OIS*)
Podwyżka o 25 bps	20%
Stopy bez zmian	80%
Obniżka o 25 bps	0%

* OIS – Overnight Index Swap

Ceny terminowe ropy naftowej Brent (USD)

Kontrakt	Ask	Zmiana
OCT8	116,96	0,7
NOV8	118,33	0,7
DEC8	119,46	0,44

Data: 2008-08-28
Godzina: 8:49:18

Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,3275	2,2605

EUR/USD 1,4785 EUR/JPY 161,25 EUR/PLN 3,3315 USD/PLN 2,2535

Wczorajszy dzień przyniósł osłabienie dolara do poziomu 1,4775, który został utrzymany na początku dzisiejszego dnia. Przeważały jastrzębie komentarze A. Webera z EBC, który nie wykluczył kolejnych podwyżek stóp procentowych w strefie euro a spekulacje odnośnie obniżek w II kwartale 2009 określił jako przedwczesne. W tej sytuacji lepsze nowe zamówienia na dobra trwałe stały się tylko krótkotrwałym impulsem do wyprzedzają europejskiej waluty. Dziś publikacja kolejnego szacunku PKB za II kwartał (możliwe zwiększenie kontrybucji eksportu netto), który określi prawdopodobnie dzisiejszy sentyment na EUR/USD.

EUR/PLN zwyżkował podczas wczorajszej sesji do poziomu 3,335. Krótkotrwałym impulsem do zakupów okazał się komunikat RPP, oraz komentarze poszczególnych członków (Noga, Filar), które wskazują na kontynuację zacieśnienia monetarnego. Naszym zdaniem stopy pozostaną już na niezmiennym poziomie, a umocnienie oczekiwań na obniżki stóp w 2009 roku jest tylko kwestią czasu. Dziś brak istotnych danych z rynku krajowego.

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Kontynuacja fazy korekty – przełamanie oporu 1,4805/35 otwiera drogę na 1,4907. Powrót poniżej 1,4760/50 neguje ten scenariusz; silne poziomy wsparcia ok. 1,4680/50.

wsparcie	Opór
1,4730	1,4907
1,4680	1,4850
1,4650	1,4805



Źródło: Reuter

Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Możliwa próba przełamania 3,3430/50 (polowanie na stoplosy).
Silne poziomy oporu ok. 3,3550/3,3600.

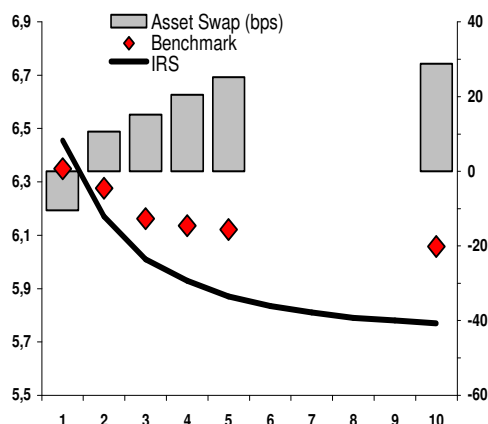
Wsparcie	opór
3,3250	3,3600
3,3165	3,3550
3,3075	3,3430



Źródło: Reuters

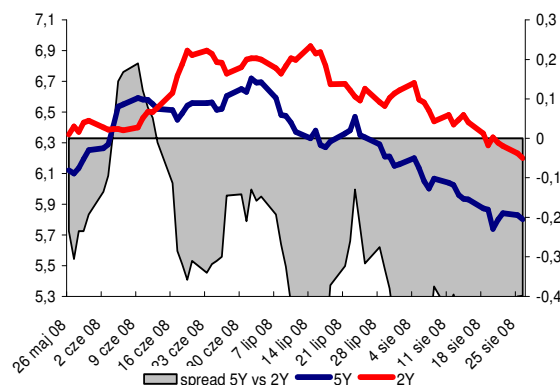
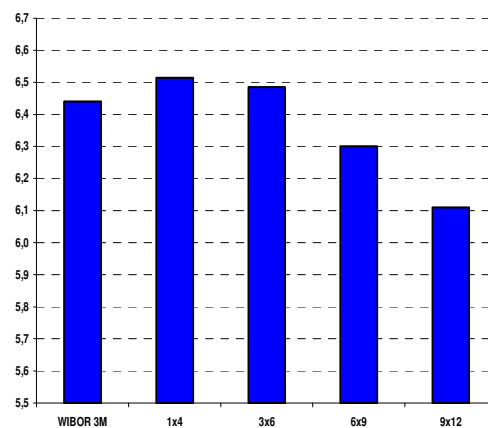
Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	6,44	6,47
2Y	6,16	6,18
3Y	6,00	6,02
4Y	5,92	5,94
5Y	5,86	5,88
6Y	5,82	5,85
7Y	5,80	5,82
8Y	5,78	5,80
9Y	5,77	5,79
10Y	5,76	5,78



depo	BID	ASK
ON	5,96	6,16
1M	6,04	6,24
3M	6,24	6,44

FRA	BID	ASK
1x2	6,23	6,28
1x4	6,46	6,51
3x6	6,44	6,49
6x9	6,25	6,30
9x12	6,06	6,11



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 UPRZEDNIEGO 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 WYŁĄCZNYCH INFORMACYJNYCH. 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 UPRZEDNIĄ PISEMNIĄ ZGODĄ AUTORÓW.