

Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
GBR	10:30	BoE Minutes	3-4.09	-	-	-
USA	14:30	Housing starts	Sierpień	-	0,95 mln	0,97 mln
USA	14:30	Housing permits	Sierpień	-	0,93 mln	0,94 mln

Makroekonomia

Rząd i NBP zapowiadają spełnienie kryteriów konwergencji w 2011 r.

Po wczorajszym spotkaniu z RPP i przedstawicielami NBP premier Tusk potwierdził determinację rządu co do gotowości spełnienia formalnych kryteriów przystąpienia do strefy euro w 2011 roku (uwarunkowania proceduralno-prawne powodują, że samo przystąpienie jest bardziej prawdopodobne w 2012 roku) oraz zapewnił o ścisłej współpracy z NBP na tymże polu. Szczegółowy harmonogram związany z procesem przyjęcia euro zostanie podany w październiku. Wczorajsze ustalenia uwiarygodniają wcześniejsze zapowiedzi premiera Tuska i prawdopodobnie skutkować będą dalszą konwergencją polskich długoterminowych stóp procentowych do poziomów strefy euro. Jak bezpośrednio wskazują wypowiedzi członków RPP (Wojtyła, Filar, Sławiński, Wasilewska, Trenkner i nawet Czekaj) uwiarygodnienie ścieżki dochodzenia do euro wymagać będzie bardziej restrykcyjnej polityki monetarnej (tu uparcie wskazujemy, że restrykcyjność jest pojęciem względnym i odnosi się do fazy cyklu koniunkturalnego). **Uważamy, że najbardziej prawdopodobnym średniookresowym scenariuszem dla polskiej polityki monetarnej (również ze względu na konieczność zachowania większej stabilności kursu) będzie ścisłe podążanie za ruchami stóp ECB.**

Co do bieżącej polityki monetarnej; ostatnie wypowiedzi członków RPP abstrahują od napływających danych makroekonomicznych (brak konieczności studzenia oczekiwań na szczycie inflacji) i wskazują bezpośrednio na konieczność co najmniej jednej podwyżki stóp. Najłagodniejszy chyba wydzźwięk miała wypowiedź J. Czekaja, który przyznał, że zmienia się obecnie bilans ryzyk w stronę niższej inflacji. Nie wykluczył jednak zacieśnienia jeśli na taką konieczność wskaże październikowa projekcja inflacyjna.

Uważamy, że na oczekiwania rynków co do najbliższej decyzji RPP wpływ będą mieć dane o produkcji przemysłowej (publikacja w czwartek, oczekujemy rocznego spadku indeksu i wygenerowania oczekiwań na obniżki w 2009 roku). **Wspomniana duża rozbieżność danych makro z wypowiedziami członków RPP nie pozwala całkowicie wykluczyć możliwości podwyżki stóp już we wrześniu (takiemu scenariuszowi przypisujemy prawdopodobieństwo 30-40%).** Taka podwyżka mogłaby być wyrazem uwiarygodnienia dążeń do przyjęcia euro.

USA: Stopy Fed bez zmian, presja inflacyjna w gospodarce amerykańskiej maleje

Pomimo silnych oczekiwań rynków finansowych na obniżkę stóp w USA (kontrakty *futures* wyceniały prawdopodobieństwo obniżki na ponad 80%) Fed nie zmienił na wczorajszym posiedzeniu poziomu stóp procentowych. Decyzja o pozostawieniu stóp na poziomie 2% została podjęta jednogłośnie.

Komunikat Fed wskazuje bezpośrednio na istotny wzrost napięć na rynkach finansowych i ryzyko niższego wzrostu ze względu słabość popytu konsumpcyjnego i korektę na rynku nieruchomości oraz (i tu nowy element) zagrożenia dla eksportu (echo spowolnienia w gospodarce światowej).

Co ciekawe niewiele zmienił się fragment komunikatu traktujący o inflacji. Bez echa przeszły również wczorajsze dane o inflacji CPI w USA oraz coraz poważniejsze spekulacje czołowych ekonomistów na temat zagrożenia deflacją w przyszłym roku (w sierpniu odnotowano spadek inflacji CPI z 5,6 do 5,4% oraz wskazujące na stopniowy spadek presji cenowej w gospodarce amerykańskiej obniżenie się inflacji bazowej o 0,1 pkt proc.). **Zdaniem przedstawicieli Fed pomimo oczekiwań co do obniżenia inflacji w kolejnych kwartałach perspektywy dla sfery nominalnej pozostają ciągle niepewne.**

Decyzja potwierdza naszą ocenę, że Fed obrał inną niż obniżki stóp procentowych metodę na ograniczenie kryzysu płynnościowego. Istotną rolę przy podejmowaniu decyzji mogła mieć powszechna wśród członków Fed kontestacja polityki zbyt niskich nominalnych stóp ery Greenspana. **W najbliższym okresie spodziewamy się kontynuacji zabiegów skierowanych bezpośrednio w rozładowanie kryzysu płynnościowego** (pośrednictwo Nowojorskiego Fed w rozmowach między największymi bankami i instytucjami finansowymi, czy wreszcie wczorajsza pożyczka funduszy federalnych dla AIG oraz objęcie w niej udziałów przez państwo).

Indeks ZEW znacznie powyżej konsensusu

Indeks ZEW (czyli ZEW *expectations*) wzrósł we wrześniu do -41,4 pkt. po -55,5 pkt. odnotowanych w poprzednim miesiącu (analitycy oczekiwali poziomu -54,7 pkt.). **Za główną przyczynę wzrostu indeksu należy uznać spadki ceny ropy naftowej** (ograniczenie presji inflacyjnej i w konsekwencji zmniejszenie obciążeń dla niemieckich konsumentów i firm) oraz długo oczekiwane przez eksporterów osłabienie euro. W ramach ankiety z września pojawiło się pytanie o skutki upadku banku Lehman Brothers dla niemieckiej gospodarki. Respondenci są w tym przypadku zgodni, że incydent ten nie wpływa na perspektywy gospodarcze, jednak negatywny wydzźwięk wydarzenia daje się odczuć w prognozach kursów akcji.

Do wzrostu indeksu ZEW należy podejść z rezerwą, zwłaszcza że inne, bardziej miarodajne, bo oparte na odpowiedziach samych przedsiębiorców, wskaźniki koniunktury (IFO, PMI) nie dają powodu do dużego optymizmu. Respondenci ZEW zareagowali głównie na spadki cen ropy, które możliwie szybko mogą się odwrócić (OPEC zapowiedział już zmniejszenie wydobycia, lecz ze względu na panujący sentyment na rynku ropy informacja została zignorowana). **Poza tym, ceny nośników energii znajdują się na wysokich poziomach w porównaniu do poprzedniego roku, co negatywnie odbija się na kosztach.** W tym samym kierunku działają objawy przeinwestowania w gospodarkach strefy euro i utrzymywania nadmiernych mocy wytwórczych w obliczu niskiego popytu, co wspiera scenariusz spowolnienia gospodarczego i rozluźnienia sytuacji na rynku pracy.

Inflacja w strefie euro zgodna z odczytem flash

Inflacja HICP wyniosła we wrześniu 3,8% r/r, czyli okazała się zgodna z przedstawionym wcześniej odczytem *flash*. Inflacja bazowa (po wyłączeniu energii i sezonowej żywności) wyniosła 2,7%, powyżej 2,6% odnotowanych w sierpniu; trend wzrostowy tej miary został zatem utrzymany.

Przechodząc do analizy składowych inflacji w ujęciu miesięcznym, najsilniejsze ograniczenie poziomu cen odnotowano w przypadku transportu (paliwa) oraz żywności; ceny spadały także w edukacji i komunikacji. Szczególnie w przypadku tych pierwszych kategorii widać, że spadki cen opierają się na razie na chwiejnych podstawach. Wzrosty poziomu cen notowano natomiast w pozostałych kategoriach bazowych, w tym istotny wydaje się drugi z rzędu wysoki wzrost cen odzieży (1,6%) a także kontynuacja podwyżek w kategorii „hotele i restauracje”.

Inflacja we wrześniu zaznaczyła już szczyt w bieżącym cyklu. Niepokojący z punktu widzenia banku centralnego jest jednak dalszy wzrost miar bazowych, które prawdopodobnie utrzymają się przez dłuższy czas na podwyższonych poziomach, odzwierciedlając opóźnione efekty wzrostów cen energii (znalazło to wyraz w najnowszych prognozach EBC, które sugerują niższe tempo wzrostu PKB w 2009 roku oraz nieco wyższą inflację bazową). Zachęci to bank centralny do utrzymania względnie jastrzębiej retoryki (biorąc pod uwagę spadkową fazę cyklu), która zostanie złagodzona wraz z zażegnaniem niebezpieczeństwa dalszych wzrostów płac i osłabieniem rynku pracy (w związku ze spowolnieniem gospodarczym). **Obniżki stóp procentowych możliwe są w pierwszej połowie 2009 roku, chyba że problemy płynnościowe sektora finansowego zmuszą bank centralny do przyspieszenia działań.**

Poziom inflacji zgodny z kryterium konwergencji był we wrześniu równy 4,1%. Wrzesień był zatem kolejnym miesiącem, w którym Polska minimalnie spełniała to kryterium z 12-miesięczną średnią stopą inflacji HICP na poziomie 4,1%.

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 Brent (baryłka, US\$)

Kontrakt	Ask	Zmiana
NOV8	9258	328
DEC8	9391	322
JAN9	9466	304

Data: 2008-09-17
Godzina: 8:35:56

Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,3861	2,3763

EUR/USD 1,411 EUR/JPY 149,508 EUR/PLN 3,334 USD/PLN 2,3592

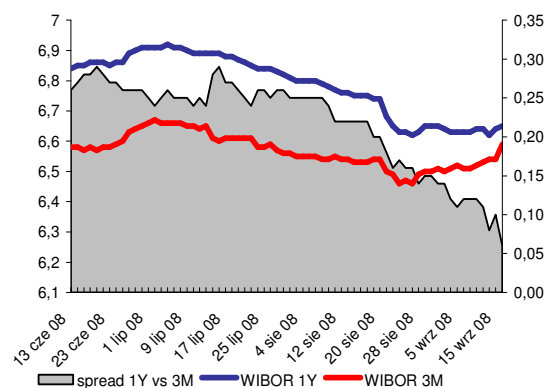
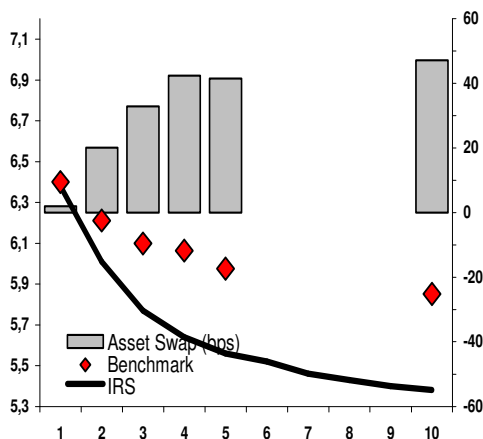
W czasie sesji amerykańskiej znaczne umocnienie dolara do 1,4074 względem euro po

utrzymaniu przez FOMC stóp procentowych na niezmiennym poziomie (oznacza to, że w ramach „ratowania” rynków finansowych Fed skupi się w dalszym ciągu na operacjach płynnościowych). W czasie sesji azjatyckiej umocnienie dolara względem jena po uzgodnieniu pożyczki Fed dla AIG w wysokości 85 mld USD. W końcówce sesji EUR/USD po presją wyprzedaży EUR/JPY ustabilizował się w regionie 1,4130/70.

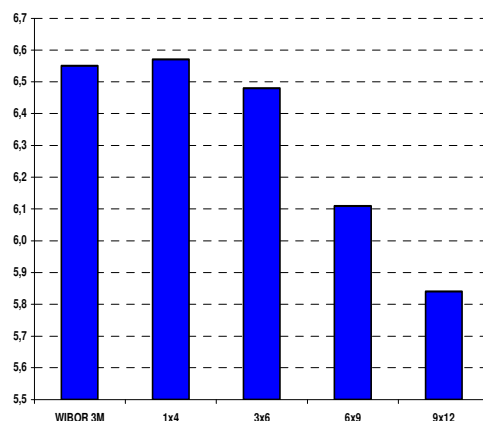
Wczorajsza sesja EUR/PLN dość nerwowa w szerokim paśmie 3,33-3,42. Bardzo duże umocnienie polskiej waluty po konferencji ze spotkania RPP z rządem (nawet do 3,3188) na którym uzgodniono przyjęcie wspólnej waluty w 2011 roku – szczegółowy harmonogram ma być gotowy do połowy października. W najbliższym czasie złoty w tendencji aprecjacyjnej za sprawą kolejnych informacji odnośnie przyjęcia euro.

Rynek stopy procentowej, Złoty

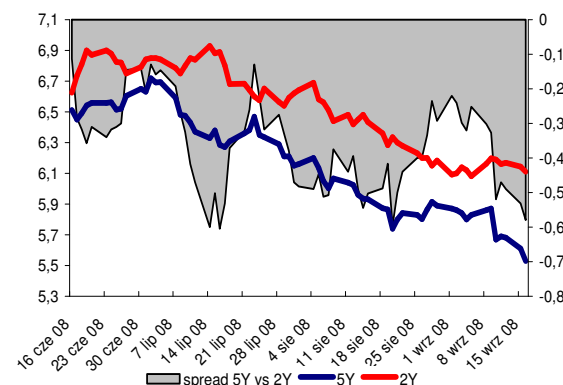
IRS	BID	ASK
1Y	6,35	6,41
2Y	5,98	6,04
3Y	5,74	5,80
4Y	5,61	5,67
5Y	5,53	5,59
6Y	5,50	5,54
7Y	5,43	5,49
8Y	5,40	5,46
9Y	5,37	5,43
10Y	5,35	5,41



depo	BID	ASK
ON	6,15	6,46
1M	6,10	6,35
3M	6,31	6,55



FRA	BID	ASK
1x2	6,27	6,34
1x4	6,51	6,57
3x6	6,42	6,48
6x9	6,05	6,11
9x12	5,78	5,84



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 MOGA 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 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 UPRZEDNIĄ PISEMNIĄ ZGODĄ AUTORÓW.