



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](mailto:research@brebank.com.pl)

**Daily Letter****środa, 24 września 2008**

STRON: 6

## Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
GER	10:00	Indeks Ifo	Wrzesień	-	94,0 pkt.	94,8 pkt.
POL	13-14	Decyzja RPP	-	<b>6,0%</b>	6,0%	6,0%
USA	16:00	Sprzedaż domów	Sierpień	-	4,95 mln	5,00 mln

## Makroekonomia

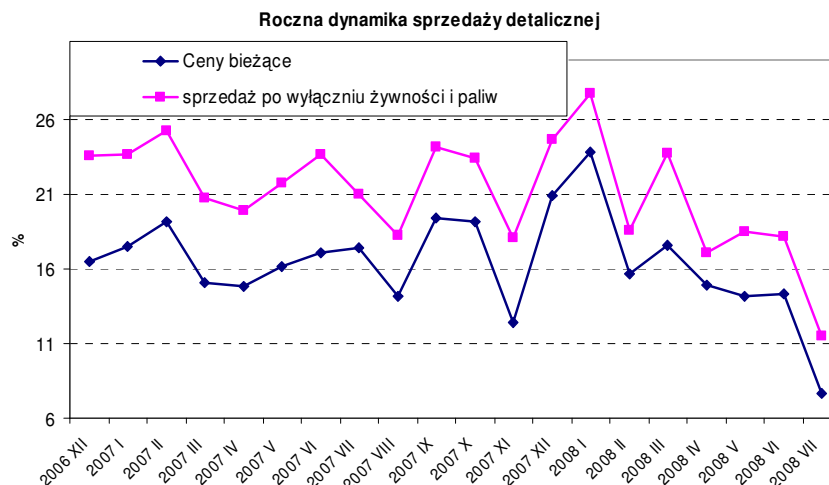
### Dziś decyzja RPP w sprawie stóp procentowych

Coraz wyraźniejsze sygnały spowolnienia gospodarczego (patrz seria niskich danych miesięcznych o produkcji i sprzedaży), niezrealizowanie się pesymistycznych prognoz inflacji (szczyt inflacji w sierpniu nie przekraczał lipcowego poziomu inflacji), czy wreszcie sytuacja w gospodarce globalnej powinny zwiastować koniec cyklu zacieśnienia monetarnego w Polsce i przybliżyć moment obniżek stóp procentowych. Deklaracja zamiaru szybkiego przystąpienia do strefy euro została jednak przez członków RPP utożsamiona (patrz oficjalne komentarze) z koniecznością bardziej restrykcyjnej polityki monetarnej. Ta zmiana w otoczeniu decyzyjnym (RPP może pokusić się o uwiarygodnianie ścieżki przyjęcia euro) powoduje, że ryzyko podwyżki stóp procentowych na dzisiejszym posiedzeniu oceniamy na około 30% (**scenariusz bazowy to jednak brak podwyżki dziś i zakończenie cyklu zacieśnienia monetarnego**).

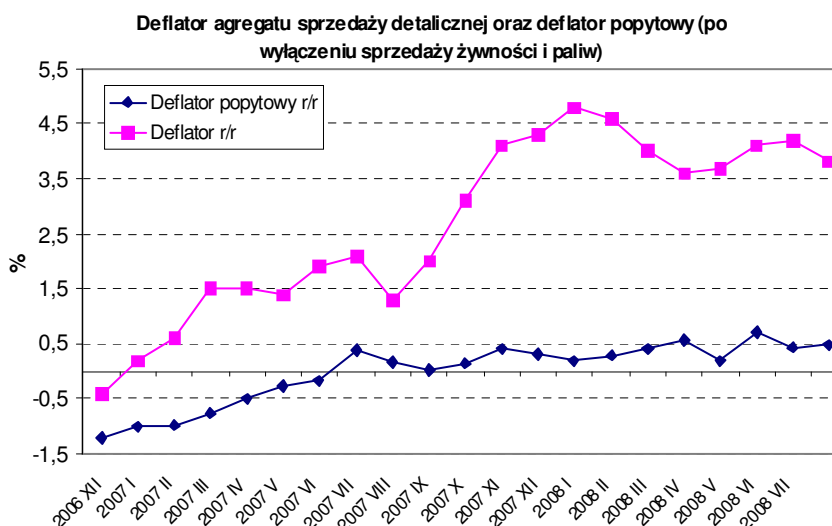
Przechodząc do samego komunikatu, wymienione zostaną w nim sygnały spowolnienia gospodarczego oraz zmieniona zostanie diagnoza zarówno stanu sfery realnej, jak i perspektywy inflacyjnych (niższe tempo wzrostu zostanie utożsamione z obniżeniem presji płacowej). **Oceniamy jednak, że w komunikacie znajdzie się bezpośrednio nawiązanie do kwestii wypełnienia kryteriów konwergencji z Maastricht i jak to miało miejsce w poprzednim komunikacie wskazanie na możliwość dalszego zacieśnienia polityki monetarnej (ten ostatni element będzie warunkowany ciągle podwyższonymi poziomami bieżącej inflacji oraz właśnie kwestią przyjęcia euro)**. Rada prawdopodobnie wskaże na konieczność obserwowania nadchodzących danych oraz w mniej lub bardziej bezpośredni sposób uwarunkuje swoje przyszłe decyzje od wskazań październikowej projekcji inflacyjnej. Naszym zdaniem czynniki takie jak mocny złoty, spadki cen ropy naftowej, niższe ceny żywności i wreszcie niższy wzrost gospodarczy w Europie, po włączeniu do „wsadu” modelu NECMOD, wpłyną na obniżenie prognozowanej ścieżki inflacji, co zaś w praktyce powinno wykluczać dalsze zacieśnienie monetarne.

## Sprzedaż detaliczna gorsza niż oczekiwano

Dynamika roczna sprzedaży detalicznej spadła w sierpniu z 14,3% do 7,7%. Zasadniczym powodem spadku agregatu są spadki sprzedaży w kategoriach żywność (spadek o 1,6% r/r) i pojazdy mechaniczne (spadek aż o 17,8%). W pozostałych kategoriach niewielkie obniżenie dynamiki wydaje się być w większym stopniu wynikiem mniejszej liczby dni roboczych.



Należy jednak podkreślić, że dane wskazują na stopniowe wyhamowanie popytu konsumpcyjnego (systematyczne już spadki sprzedaży w kategorii pojazdy mechaniczne, oraz spadki sprzedaży po wyłączeniu paliw i żywności, mogą między innymi zwiastować pogorszenie sentymentu gospodarstw domowych). Musimy przyznać, że spowolnienie popytu konsumpcyjnego wydaje się następować szybciej niż zakładaliśmy (zakładaliśmy, że może ono wystąpić z 1-2 kwartalnym opóźnieniem względem spowolnienia sfery produkcyjnej).



Wczorajsze dane, choć nie wolne od efektów o charakterze jednorazowym, nie tylko zmniejszają prawdopodobieństwo zacieśnienia monetarnego, ale przybliżają datę obniżki stóp procentowych (naszym zdaniem może ona nastąpić nawet w I kw. 2009 roku).

## Niższy PMI dla strefy euro

Wskaźnik PMI *composite* dla strefy euro spadł we wrześniu do 47,0 pkt. z poziomu 48,2 pkt. odnotowanego w sierpniu. **Jedynym kontrybutorem do spadku indeksu był sektor przemysłowy, gdzie aktywność obniżyła się do poziomu 45,3 pkt.**, a więc znacznie poniżej poziomu neutralnego dla polityki pieniężnej. Z kolei sektor usług umocnił się w stosunku do sierpnia. Choć usługi generują znacznie większą część produktu krajowego brutto, ich wahania są raczej wtórne w stosunku do zmienności cyklu koniunkturalnego generowanej przez sektor przemysłowy, dlatego też w dalszej części skupiamy się wyłącznie na tym sektorze.

**Poziom osiągnięty przez indeks PMI dla sektora przemysłowego jest najniższy od grudnia 2001 roku, kiedy to gospodarka strefy euro pogrążyła się w stagnacji** (odczyty PKB w trzech kolejnych latach w okresie 2001-2003 wyniosły odpowiednio 1,9%, 0,9% oraz 0,8%). Obecne przeinwestowanie oraz problemy kosztowe generowane przez pracowników (patrz stanowisko negocjacji płacowych w niemieckim IG Metal, do którego dostosowują się także pozostałe centrale związkowe, gdzie pracownicy żądają 8% podwyżek) sugerują powtórzenie recesyjnego scenariusza. Najnowsze prognozy EBC wskazują, że głębokość spowolnienia może być nawet większa niż w latach 2002-2003. (choć wydaje się, że nieco zbyt krótka z historycznej perspektywy).

EBC utrzymuje na razie jastrzębią retorykę ukierunkowaną na utrzymanie negocjacji płacowych w ryzach. Uważamy jednak, że do obniżek stóp procentowych może dojść już w pierwszej połowie 2009 roku, kiedy spowolnienie gospodarcze (lub nawet recesja) wymusi reakcję ze strony władz monetarnych, wspartych dodatkowo przez spadające wskaźniki inflacji bazowej.

## Posiedzenie RPP, 24. września

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone według krzywej OIS*)
Podwyżka o 25 bps	<b>60%</b>
Stopy bez zmian	<b>40%</b>
Obniżka o 25 bps	<b>0%</b>

\* OIS – Overnight Index Swap

## Ceny terminowe ropy Brent (baryłka, USc)

Kontrakt	Ask	Zmiana
<b>NOV8</b>	<b>10355</b>	<b>37</b>
<b>DEC8</b>	<b>10421</b>	<b>38</b>
<b>JAN9</b>	<b>10455</b>	<b>16</b>

Data: 2008-09-24  
Godzina: 8:20:08

## Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,3099	2,2492

EUR/USD 1,4675 EUR/JPY 155,25 EUR/PLN 3,3000 USD/PLN 2,2485

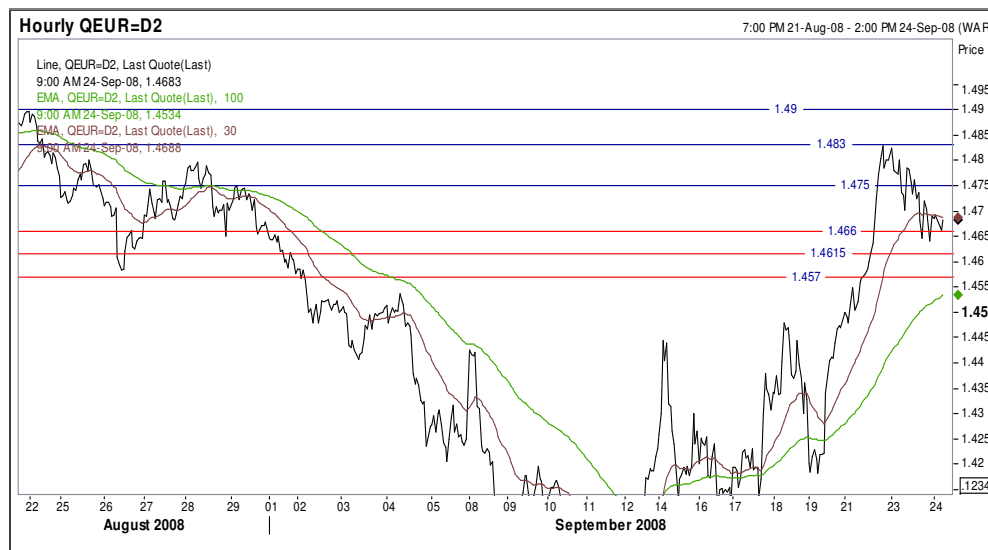
Po gwałtownych spadkach w czasie poniedziałkowej sesji sesja wczorajsza przyniosła umocnienie amerykańskiej waluty. Przyczynami korekty na EURUSD były lepsze oceny inwestorów co do skuteczności planu Paulsona (mniejszy wpływ na osłabienie dolara, zapewnienia B. Bernanke o neutralności planu dla rynku papierów skarbowych) oraz spadki cen ropy naftowej. Dzisiejsza publikacja wskaźnika Ifo nie stanie się prawdopodobnie wsparciem dla waluty europejskiej. Kolejne kroki w kierunku implementacji planu Paulsona powinny wspierać zaś walutę amerykańską.

Złoty stracił nieznacznie podczas wczorajszej sesji. Podkreślić należy jednak dużą nerwowość na rynku i niską płynność. Uwaga rynku zwrócona na dzisiejszą decyzję RPP. Spolaryzowanie rynku co do dzisiejszej decyzji może oznaczać, że przyniesie ona większe zmiany na rynku FX.

## Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Nieudana próba przełamania oporu 1,4830 zachęciła do realizacji zysków; ewentualne przełamanie 1,4660/50 otwiera drogę na 1,4570/50.

wsparcie	Opór
1,4660	1,4900
1,4615	1,4830
1,4570	1,4750



Źródło: Reuter

## Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Konsolidacja w paśmie 3,2900-3,3250.. kluczowe dla wykłarowania trendu są decyzja / komunikat RPP oraz nastroje na rynkach bazowych. Silny poziom oporu ok. 3,3375/3,3400.

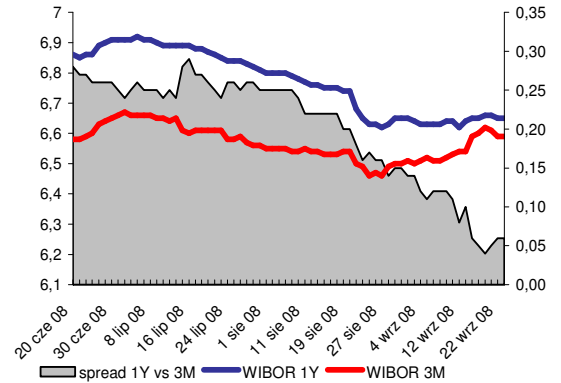
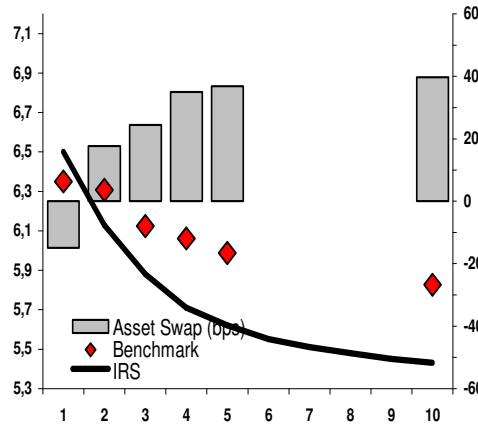
Wsparcie	opór
3,2900	3,3375
3,2705	3,3250
3,2500	3,3180



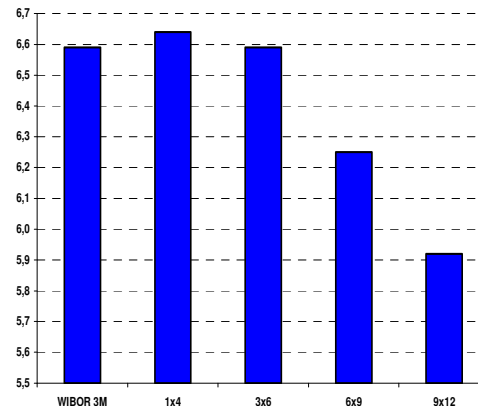
Źródło: Reuters

## Rynek stopy procentowej, Złoty

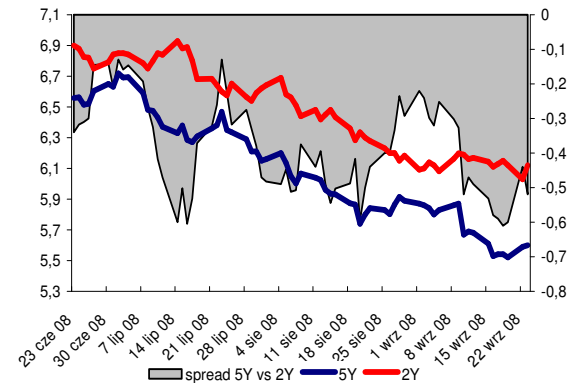
IRS	BID	ASK
1Y	6,48	6,52
2Y	6,11	6,15
3Y	5,85	5,91
4Y	5,68	5,74
5Y	5,60	5,64
6Y	5,52	5,58
7Y	5,49	5,53
8Y	5,45	5,51
9Y	5,43	5,47
10Y	5,41	5,45



depo	BID	ASK
ON	4,40	4,90
1M	6,12	6,32
3M	6,37	6,57



FRA	BID	ASK
1x2	6,34	6,39
1x4	6,58	6,64
3x6	6,53	6,59
6x9	6,20	6,25
9x12	5,87	5,92



### 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 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. JAKĄKOLWIEK 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.