

**DEPARTAMENT RYNKÓW FINANSOWYCH BRE BANKU**

ERNEST PYTLARCZYK TEL. 0 22 829 0166

MARCIN MAZUREK TEL. 0 22 829 0183

E-MAIL: research@brebank.com.pl

STRON: 7

Daily Letter**środa, 25 sierpnia 2010****Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia**

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
GER	10:00	Indeks Ifo	Sierpień	-	105,5pkt.	106,2pkt.
USA	14:30	Zamówienia na dobra trwałe m/m	Lipiec	-	2,8%	-1,0%
USA	16:00	Sprzedaż nowych domów	Lipiec	-	340tys.	330tys.

Stopy RPP bez zmian. Neutralny komunikat.

Zgodnie z oczekiwaniami RPP nie zmieniła stop procentowych pozostawiając stopę REPO na poziomie 3,5%. W komunikacie wskazano na przyspieszenie wzrostu w gospodarce największego partnera handlowego Polski, podkreślając jednocześnie niepewności co do koniunktury w gospodarce światowej (czynniki ryzyka to delewarowanie gospodarstw domowych i instytucji finansowych). RPP utrzymała dotychczasową diagnozę stanu koniunktury w gosp. polskiej (stabilizacja tempa wzrostu). Wskazano na ograniczoną dynamikę płać i zmniejszony popyt na kredyt.

W części komunikatu poświęconej analizie sfery nominalnej, RPP zauważyła ryzyko wzrostu cen konsumenta w związku z wyższymi cenami żywności i podwyżką VAT. Oceniono jednak, że podwyżka VAT będzie miała jedynie niewielki wpływ na wzrost inflacji. W czasie konferencji prezes NBP M. Belka wskazał na ryzyko wzrostu inflacji w tym roku powyżej 2,5%, jednak wobec realizujących się szoków żywnościowych prognozę tą trudno uznać za konserwatywną. Podobnie jak w poprzednim komunikacie pojawiła się wzmianka o dyskusji nad ryzykami wzrostu inflacji w średnim okresie oraz bardzo ogólne stwierdzenie o istotności stanu polityki fiskalnej dla polityki pieniężnej.

Ciekawą innowacją było natomiast wprowadzenie do komunikatu fragmentu de facto wspierającego rekomendacje KNFu odnoszące się do zmniejszenia dynamiki kredytów walutowych. Wydaje się, że RPP właśnie na tym polu dostrzega istotne ryzyka dla stabilności sektora bankowego oraz stabilności kursu złotego.

Neutralny (jak na okres realizowania się ryzyk inflacyjnych), bardzo podobny do czerwcowego, komunikat RPP, brak zdecydowanych nawiązań do polityki fiskalnej i zbyt ogólnego WFPF (tak jak choćby miało to miejsce w poniedziałek na Węgrzech) oraz komentarze członków RPP o negatywnym wpływie zmian stóp proc. na wzrost sugerują, że RPP daleko do poważnej dyskusji na temat zacieśnienia monetarnego. Najbliższe dane makro (tylko umiarkowany wzrost inflacji za sierpień, PKB za II kw. prawdopodobnie zbliżony do prognoz M. Boniego), już zakomunikowane obniżenie przyszłorocznego

deficytu wobec wcześniejszych prognoz oraz polityka FED i ECB nie powinny prowadzić do szybkiego „zajastrzębienia” RPP i wygenerowania oczekiwań na rychłe zacieśnienie monetarne (trade’y inflacyjne mogą wręcz dalej wytracać momentum). Wyraźniejszy wzrost inflacji obserwowac będziemy za 2-3 miesiące i wtedy być może RPP powróci do swojego (jedynego) mandatu jakim jest stabilizacja cen.

Kilka słów o inwestycjach w II kwartale

Wczoraj GUS podał, że nakłady inwestycyjne w pierwszej połowie roku obniżyły się o 17,7% względem analogicznego okresu roku poprzedniego. Bez zgłębiania metodologii opublikowanych danych można by wnioskować (mając na uwadze ponad 12% spadek nakładów brutto na środki trwałe z rachunków narodowych w I kwartale), że II kwartał będzie jeszcze gorszy. Sytuacja wygląda jednak dużo lepiej i pozwala podtrzymać naszą prognozę, że dynamika PKB w II powinna przekroczyć obecnie konsensusowe 3,1-3,2%.

Dane o nakładach inwestycyjnych istotnie odbiegają zakresem od inwestycji z rachunków narodowych. Te pierwsze są kategorią zdecydowanie węższą: między innymi nie ma w nich sektora rządowego i samorządowego (a więc większości inwestycji infrastrukturalnych), nie obejmują budownictwa indywidualnego, sporządzane są na zbiorowości przedsiębiorstw zatrudniających powyżej 49 pracowników oraz liczone są w cenach bieżących. Można je jednak wykorzystać w celu kwantyfikacji inwestycji z rachunków narodowych opierając się na zależnościach historycznych (najwygodniej porównać odpowiednie dane z II półrocza 2009 roku, kiedy inwestycje infrastrukturalne odgrywały już duże znaczenie w kształtowaniu całkowitych inwestycji). Otóż, w rzeczonym okresie różnica między nakładami brutto na środki trwałe (PKB) a nakładami inwestycyjnymi (kategorią węższą) wyniosła 18pp. in plus. Z dużą dozą pewności wynik ten możemy ekstrapolować także na I półrocze 2010, co przy wzięciu poprawki na dynamikę budownictwa, deflator inwestycji oraz zmiany wag nakładów inwestycyjnych w poszczególnych kwartałach pozwala szacować dynamikę nakładów brutto na środki trwałe (tych z rachunków narodowych) w II kwartale 2010 na około -2,5% w ujęciu rocznym.

USA: ogromne spadki na rynku nieruchomości

Sprzedaż domów na rynku wtórnym obniżyła się w lipcu do poziomu 3,83mln SAAR (wobec 5,26mln SAAR przed miesiącem), który nie był widziany od 15 lat. Mniej więcej tyle samo wyniósł nawis podaży domów (zapasy), co spowodowało, że obecnie potrzeba aż roku sprzedaży w bieżącym tempie, aby go zlikwidować (w poprzednim miesiącu likwidacja następowałaby po 7 miesiącach).

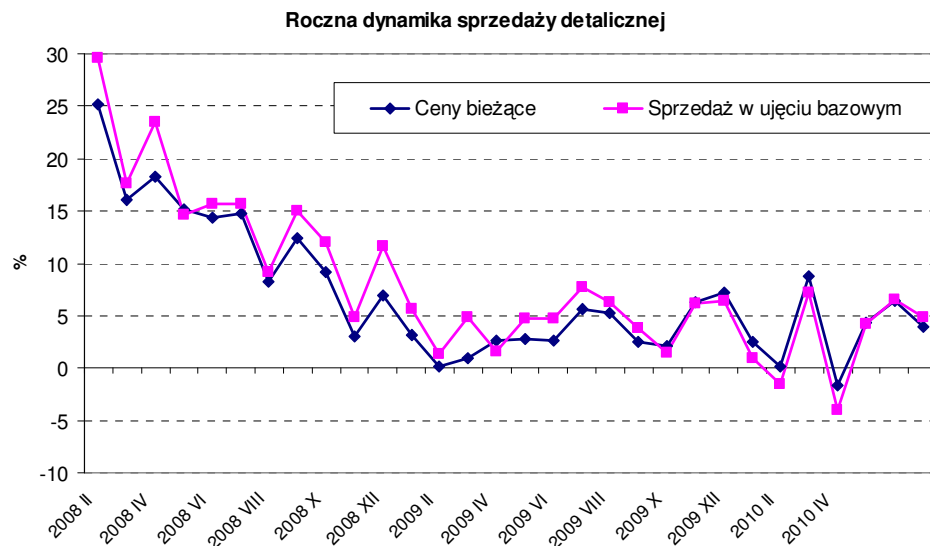
Silny spadek aktywności na rynku domów to wynik wygaśnięcia ulgi podatkowej na zakup domu (6,5-8tys. USD) i sam kierunek zmian na rynku nie jest zaskakujący biorąc pod uwagę doświadczenia z końca poprzedniego roku. Jak już pisaliśmy w poprzednich raportach trudno uwierzyć, że sama (skromna) ulga podatkowa spowodowała, że konsumenci ruszyli na zakupy; była ona prawdopodobnie jedynie bodźcem do przyspieszenia zakupów. Ostateczna decyzja oparta została na kalkulacji ekonomicznej: cenie domu, dostępności i cenie kredytu oraz perspektywie uzyskiwania trwałego dochodu. Pierwsze dwa czynniki znajdują się na rekordowo wysokich poziomach (kredyt

płyń, lecz wolniej w porównaniu do standardów z poprzednich lat szaleństwa), odwróceniu uległ ten trzeci. Jeszcze w momencie obowiązywania ulgi rynek pracy ulegał poprawie (choć w dużej mierze była ona stymulowana czynnikami jednorazowymi, przekaz informacyjny był bez wątpienia korzystny), obecnie koniec dodatkowego bodźca do zakupu zbiegł się z pogorszeniem istotnego czynnika decyzyjnego.

Spodziewamy się, że kolejne miesiące pozostaną bardzo słabe a sytuacja na rynku domów będzie pochodną sytuacji na rynku pracy (oczekujemy dłuższego okresu zawieszenia i widocznej poprawy dopiero w 2011 roku). Kolejne programy Obamy (dodatkowy miliard dolarów dla posiadaczy domów bez źródła dochodów) mogą wygładzić część dołka na rynku nieruchomości (choć według niektórych teorii – kolejne programy wydłużają tylko proces dostosowań cenowych i opóźniają początek strukturalnego ożywienia na rynku), jednak trwałych źródeł poprawy należy poszukiwać po stronie rynku pracy.

Słodko-gorzkie dane o sprzedaży detalicznej w lipcu

Sprzedaż detaliczna w lipcu wzrosła o 3,9% w ujęciu rocznym, poniżej 6,4% dynamiki odnotowanej w czerwcu. Spadek dynamiki sprzedaży wynika w głównej mierze z obniżenia dynamiki sprzedaży żywności (powrót na terytoria ujemne) oraz kategorii pozostałe. W ujęciu bazowym (po wyłączeniu żywności i paliw) tempo wzrostu sprzedaży powróciło do majowego (patrz rysunek) – wyłączając silnie zmienną kategorię „pozostałe” dynamika sprzedaży pozostaje od trzech miesięcy względnie płaska. Trudno tym samym mówić o pogorszeniu konsumpcji prywatnej.



Poprawę odnotowujemy w kategoriach dóbr trwałych. W szczególności przy ujemnej

dynamice żywności i kategorii „pozostałe” wyjątkowa wysoka okazała się sprzedaż samochodów (ponownie okolice 7% - zupełnie w inną stronę niż sugerują dane SAMAR i PZPM; faktem jest, że za utrzymanie dynamiki sprzedaży nie jest odpowiedzialna polityka cenowa salonów, gdyż sprzedaż w ujęciu realnym również utrzymuje się na zbliżonych poziomach) oraz oczekiwana przez nas poprawa w kategorii meble, RTV, AGD (27,2% wobec 19,7% przed miesiącem – łączymy to z odbudową popowodziową, która może okazać się względnie silnym zjawiskiem). Biorąc pod uwagę optymizm konsumentów (ostatnie tąpnięcie zostało z nawiązką zniwelowane w kolejnej odsłonie badania GUS) oraz wyraźną poprawę na rynku pracy nie widzimy w bieżącym momencie istotnych czynników, które mogłyby w kolejnych miesiącach hamować wzrosty sprzedaży detalicznej.

Decyzja RPP, 29. września

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

* OIS – Overnight Index Swap

Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	4,010
USD/PLN	3,174
CHF/PLN	3,048

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1,263
EUR/JPY	106,290
EUR/PLN	4,007
USD/PLN	3,168
CHF/PLN	3,074

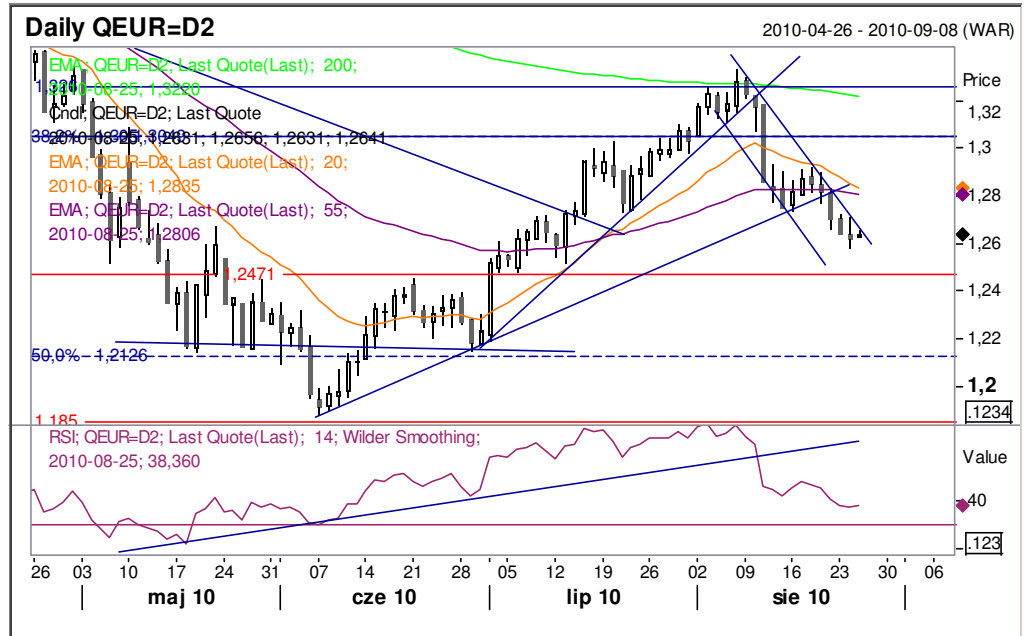
Spokojna poniedziałkowa sesja sprowadziła EURUSD jeszcze dalej od dolnego ograniczenia wcześniejszej konsolidacji a wczesnym rankiem kurs wynosił 1,2634. Oddalenie się od technicznie istotnych poziomów będzie sprzyjać reakcji kursu na dane makro w bieżącym tygodniu. Dziś podane zostaną informacje o sprzedaży domów w USA. Korekta sprzedaży po zakończeniu ulgi podatkowej ściąga sprzedaż istotnie w dół, co jest powszechnie oczekiwane i powieli wzorec obserwowany w ubiegłym roku w listopadzie i październiku. Stąd też nie oczekujemy istotnej reakcji na dane, o ile nie będą skrajne. Dziś widzimy szansę na dalsze osłabienie EURUSD.

Złoty w ranegu. Wczorajsze wybicie powyżej 4,0200 okazało się krótkotrwałe. Dziś w centrum uwagi aukcja zamiany obligacji i publikacja indeksu ifo dla Niemiec. Sentyment na złotym nieco gorszy. Otwarcie na poziomie 4,0200 wobec euro. Zmiany na EURUSD sugerują ponowny test góry dotychczasowego przedziału wahań.

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

EURUSD poniżej 55 dniowej średniej ruchomej i dolnego ograniczenia trendu aprecjacyjnego euro, co jest istotnym sygnałem do dalszego umocnienia dolara. Celem może okazać się psychologiczny poziom 1,2500.

Wsparcie	Opór
1,2490	1,3000
1,2398	1,2900
1,2100	1,2800



Źródło: Reuter

Krótkoterminowe prognozy, EUR/PLN i USD/PLN

Złoty znalazł się w przedziale wahań 3,98-4,02. Dopóki jednak 4,02 nie zostanie trwale złamane, a kurs utrzyma się poniżej EMA można mówić o potencjale do umocnienia.

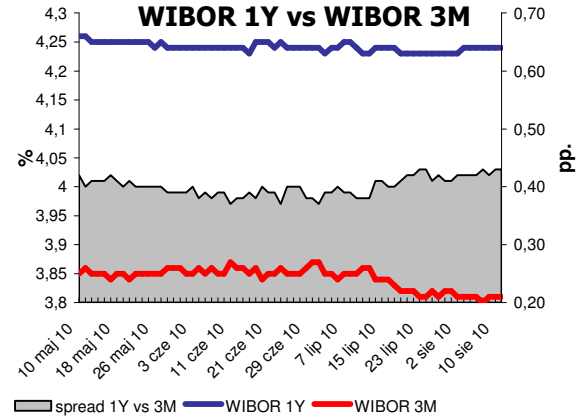
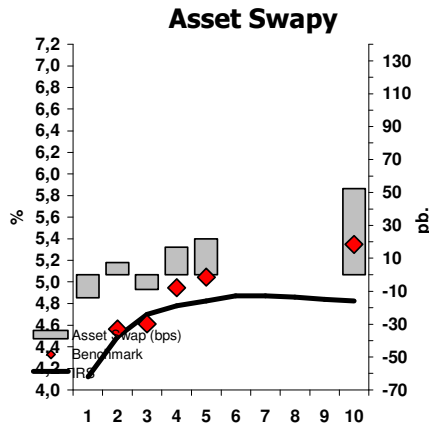
Wsparcie	Opór
3,9800	4,0800
3,9300	4,0600
3,8500	4,0200



Źródło: Reuter

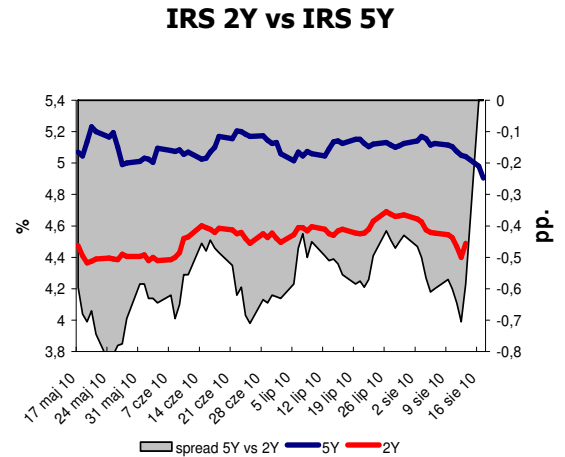
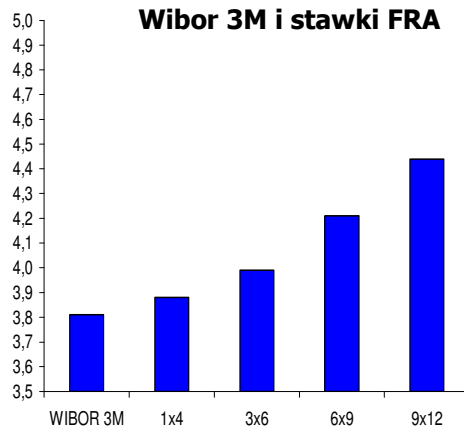
Rynek stopy procentowej, PLN

IRS	BID	ASK
1Y	4,08	4,16
2Y	4,45	4,53
3Y	4,66	4,74
4Y	4,76	4,81
5Y	4,80	4,85
6Y	4,83	4,91
7Y	4,83	4,91
8Y	4,82	4,90
9Y	4,80	4,88
10Y	4,80	4,85



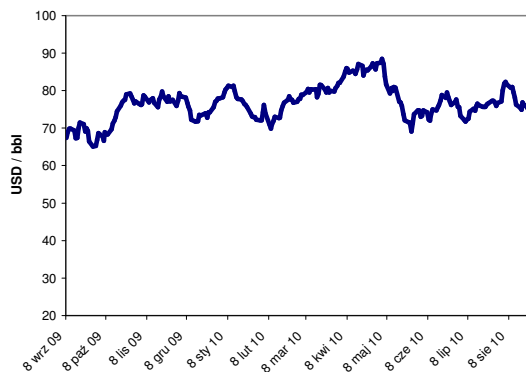
depo	BID	ASK
ON	2,20	2,50
1M	3,40	3,60
3M	3,60	3,80

FRA	BID	ASK
1x2	3,61	3,66
1x4	3,83	3,88
3x6	3,96	3,99
6x9	4,18	4,21
9x12	4,39	4,44

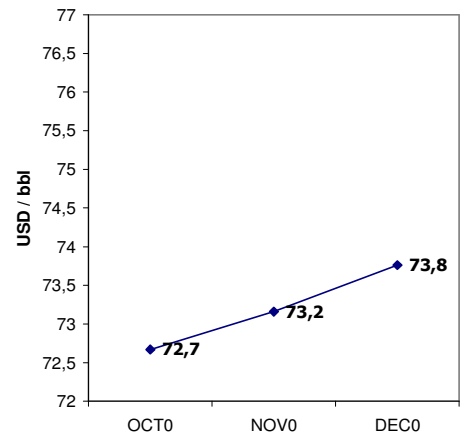


Surowce: ropa naftowa

Indeks cen ropy naftowej



Ropa Brent: futures



UWAGA!

NINIEJSZA PUBLIKACJA ZOSTAŁA PRZYGOTOWANA W CELU PROMOCJI I REKLAMY ZGODNIE Z DEFINICJĄ ZAWARTĄ W PARAGRAFIE 9, USTĘP 1 ROZPORZĄDZENIA MINISTRA FINANSÓW Z DNIA 20. LISTOPADA 2009 W SPRAWIE TRYBU I WARUNKÓW POSTĘPOWANIA FIRM INWESTYCYJNYCH, BANKÓW, O KTÓRYCH MOWA W ART. 70 UST. 2 USTAWY O OBROTCIE INSTRUMENTAMI FINANSOWYMI, ORAZ BANKÓW POWIERNICZYCH. 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. BRE BANK S.A. (LUB JEGO PRACOWNICY) MOŻE POSIADAĆ NA RACHUNKU WŁASNYM LUB MOŻE ZAWIERAĆ TRANSAKCJE KUPNA/SPRZEDAŻY INSTRUMENTÓW OPISANYCH W NINIEJSZEJ PUBLIKACJI. 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 PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.