

**DEPARTAMENT RYNKÓW FINANSOWYCH BRE BANKU**

ERNEST PYTLARCYK TEL. 0 22 829 0166

MARCIN MAZUREK TEL. 0 22 829 0183

E-MAIL: research@brebank.com.pl

STRON: 7

Daily Letter**wtorek, 31 sierpnia 2010****Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia**

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
EMU	11:00	Inflacja HICP r/r	Sierpień	-	1,6%	1,7%
USA	15:00	Case-Shiller	Lipiec	-	3,6%	4,6%
USA	15:45	Chicago PMI	Sierpień	-	47,0pkt.	43,4pkt.
USA	16:00	Zaufanie konsumentów C. Board	Sierpień	-	51,0pkt.	50,4pkt.

Wyższy niż oczekiwano wzrost PKB w II kw. 2010

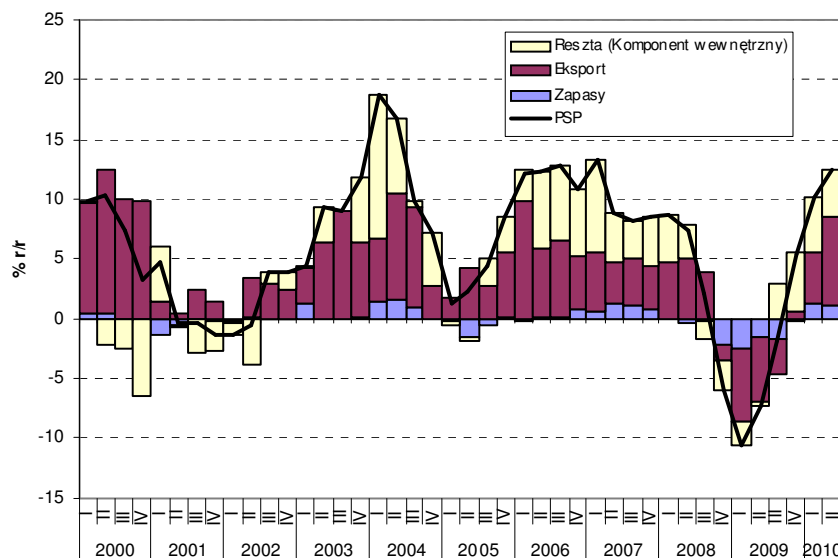
W II kw. 2010 dynamika PKB wzrosła z 3,0% do 3,5% zanotowanych w I kw. 2010. Wzrost dynamiki PKB to wynik wyższej konsumpcji prywatnej, wzrostu zapasów i inwestycji infrastrukturalnych.

Przechodząc do składowych PKB, w I Kw. 2010 zanotowano przyspieszenie konsumpcji prywatnej z 2,2% r/r do 3,0%. Znacznie poprawiła się też dynamika inwestycji z -12,4% r/r do -1,7%. Biorąc pod uwagę wcześniej komunikowany przez GUS 17,7% spadek nakładów inwestycyjnych dużych przedsiębiorstw w I połowie 2010 dochodzimy do wniosku, że za poprawę dynamiki inwestycji odpowiedzialne w dużej mierze muszą być inwestycje infrastrukturalne. Tak jak sugerowaliśmy w naszych analizach w II kw. kontynuowana była odbudowa zapasów (kontrybucja utrzymała się na poziomie zbliżonym do I kw. i wyniosła +1,9 pkt proc.). Popyt krajowy wzrósł w I kw. o 3,9% r/r wobec 2,2% r/r zanotowanych w I kw. Ze względu względnie silne na efekty bazowe z poprzedniego roku kontrybucja eksportu netto spadła do -0,3 pkt proc. (w III kwartale efekt bazowy zniknie i kontrybucja powinna się poprawić).

Po stronie podażowej w II kw. obserwowaliśmy kontynuację wzrostów wartości dodanej w przemyśle (wzrost dynamiki do 13,1% z 11,2% r/r). Lepsze warunki pogodowe przełożyły się na poprawę w budownictwie (wzrost wartości dodanej o 4,0% wobec jej spadku o 5,8% r/r w I kw.). Wartość dodana w usługach rynkowych wzrosła jedynie o 0,3% r/r.

Podobnie jak w I kwartale prezentujemy dekompozycję produkcji sprzedanej przemysłu na wzrost związany z eksportem, zmianą zapasów i komponentem wewnętrznym (cały popyt niezwiązany z popytem zagranicznym i odbudową zapasów). Widać wyraźnie, że produkcja pozostawała w II kwartale pod silnym wpływem globalnego ożywienia w eksporcie (co widać także po świetnych wynikach gospodarki niemieckiej). W kolejnych kwartałach znaczenie eksportu prawdopodobnie osłabnie, jednak komponent

wewnętrzny pozostanie silny, co w połączeniu z dodatnią kontrybucją zmian zapasów powinno sprzyjać utrzymaniu wysokiej dynamiki PKB.



Struktura wzrostu PKB (silny komponent wewnętrzny) zgodna jest z wynikiem naszych wcześniejszych analiz i wskazuje na możliwość podtrzymania wzrostu w kolejnych 2-3 kwartałach właśnie w oparciu o wewnętrzne czynniki cykliczne. Dodatkowo wzrost powinny wspierać ekspansywna polityka fiskalna, projekty infrastrukturalne i opóźnione efekty luźnej polityki pieniężnej.

Zaskakujące wypowiedzi członków RPP

Po dłuższym okresie ciszy i spokoju członkowie RPP rozpoczęli komunikacyjną ofensywę.

Zielińska-Głębocka wskazała, że na ostatnim posiedzeniu wniosek o podwyżkę stóp procentowych był poddany głosowaniu (choć w zasadzie umiarkowana treść komunikatu tego nie wskazywała). Jej zdaniem na koniec roku inflacja może przekroczyć cel, ale nie pasmo wahań. Członkini RPP jest zwolenniczką jednorazowej podwyżki stóp procentowych, a nie rozpoczynania całego cyklu. Jej zdaniem nie należy kierować się tym co robi ECB, lecz patrzeć na sytuację gosp. Francji i Niemiec.

Odmiennego zdania jest Hasuner. Jego zdaniem wciąż na pierwszym miejscu wśród polskiej policy-mix znajdują się kwestie polityki fiskalnej. Uważa on, że „Naszą słabą stroną jest zaciskający się węzeł: złoty-dług publiczny-cena pieniądza. I na ten węzeł nie możemy zareagować tylko po stronie polityki pieniężnej. Bo co? Mamy w kółko podnosić stopy, gdy w strefie euro będą one utrzymywane na niskim poziomie? W ten sposób zabilibyśmy naszą konkurencyjność”. Hausner daje się zatem poznać jako zwolennik utrzymywania dysparytetu stóp pomiędzy Polską a strefą euro w ryzach – istnieje jednak prawdopodobieństwo, że wypowiedź ta może być „przeterminowana”, jako że ogłoszona została przed publikacją danych o PKB, które tak poruszyły pozostałych członków RPP, między innymi Kaźmierczaka, który wskazuje, że przyspieszające tempo wzrostu

gospodarczego sprawia, że presja inflacyjna może rosnąć, a w listopadzie wskaźnik inflacji może przekroczyć 2,5%. Choć na razie uznaje on bilans ryzyk za zrównoważony wskazuje jednocześnie, że przekroczenie celu inflacyjnego będzie „poważną sprawą”. Co ciekawe, w swoim rozumowaniu członek RPP wskazuje na dużą rolę oczekiwań inflacyjnych. Przypomnijmy, że oczekiwania liczone przez NBP wzrosły skokowo w sierpniu z 2,1% do 2,7%; prezes Belka przypisuje ten wzrost ogłoszonym wcześniej podwyżkom podatku VAT i oczekuje stabilizacji oczekiwań, jak tylko gospodarstwa domowe zorientują się, że jego skutki nie będą bardzo dotkliwe. Uważamy, że rozumowanie takie pomija obecnie bardzo istotny element związany z napięciami na rynkach rolnych i przyszłymi cenami żywności – w 2007 roku skok oczekiwań wyniósł +2pp. na przestrzeni dwóch miesięcy i co ważne, zrealizował się dopiero po szybkich wzrostach inflacji podawanej przez GUS.

Oczekiwania inflacyjne są główną osią najbardziej jastrzębiej wypowiedzi Bratkowskiego, który wskazuje, że obecnie priorytetem RPP powinno być zarządzanie oczekiwaniami inflacyjnymi, dlatego należy podnieść stopy procentowe, aby je ostudzić. Członek RPP uważa, że obecnie przy podnoszeniu stóp z wyjątkowo niskiego poziomu, niewykluczone są silniejsze, jednorazowe ruchy (bo to jest zarządzanie oczekiwaniami inflacyjnymi) a 25, 50, 75 punktów podwyżki nie zaszkodzi wzrostowi. Główne czynniki, które mogą powstrzymać przed takim ruchem to przede wszystkim kondycja gosp. globalnej (w tym zakresie Bratkowski przykłada większą wagę do bieżących odczytów danych niż do projekcji inflacyjnej) i kurs walutowy. Podstawowym pytaniem według Bratkowego jest pytanie o utrzymanie tempa wzrostu PKB w Polsce.

„Zajastrzębienie” członków RPP, a już na pewno głosowany wniosek o podwyżkę stóp procentowych, nie były widoczne w komunikacie, który naszym zdaniem pozostał umiarkowany i zasadniczo nie zmienił się wobec poprzedniego posiedzenia. Z tego względu będziemy oczekiwali na „Minutes”, aby określić czynniki, które czynniki mogły się przyczynić do zaostrzenia (już wtedy) stanowiska przynajmniej niektórych członków RPP (ilu ich było? z której „frakcji”?). Już teraz można jednak wnioskować, że podstawowymi zmiennymi decyzyjnymi RPP będą w najbliższym czasie bieżąca inflacja (połączona niemal 1:1 z liczonymi przez NBP oczekiwaniami inflacyjnymi) oraz kondycja globalnej gospodarki.

Biorąc pod uwagę powyższe dywagacje, polska RPP nie powinna zaskoczyć nas podwyżką stóp na wrześniowym posiedzeniu (pomimo faktu głosowania podwyżki w sierpniu prawdopodobnie przez antyrządową część RPP). We wrześniu rząd zaproponuje prawdopodobnie budżet na rok 2011 z deficytem w wysokości około 40 mld (lub nawet nieco niższym), co stanowić będzie poprawę względem propozycji z WPPF (45 mld) i zdejmie z RPP konieczność reakcji na politykę fiskalną. Również wrześniowe odczyty danych z gospodarki globalnej powinny prowadzić do dalszego ugruntowania oczekiwań na wyplaszczanie ścieżki żywienia. Polska gospodarka ma natomiast wszelkie predyspozycje do wygenerowania znacznej presji inflacyjnej w średnim okresie (przede wszystkim wyższe ceny żywności i możliwa destabilizacja oczekiwań inflacyjnych, podwyżki VAT, szybki wzrost popytu wewnętrznego). Inflacja zacznie rosnać szybciej w IV kw. (skokowy wzrost odczytu za wrzesień, w grudniu wzrost inflacji do powyżej 3,0% r/r). Wraz ze wzrostem wskaźnika inflacji stanie się również jasne, że polska gospodarka ma ciągle wiele cech typowych dla emerging markets, a bank centralny będzie zmuszony

do odpowiedniego zacieśnienia polityki monetarnej.

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	3,976
USD/PLN	3,123
CHF/PLN	3,038

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1,266
EUR/JPY	107,150
EUR/PLN	3,968
USD/PLN	3,102
CHF/PLN	3,030

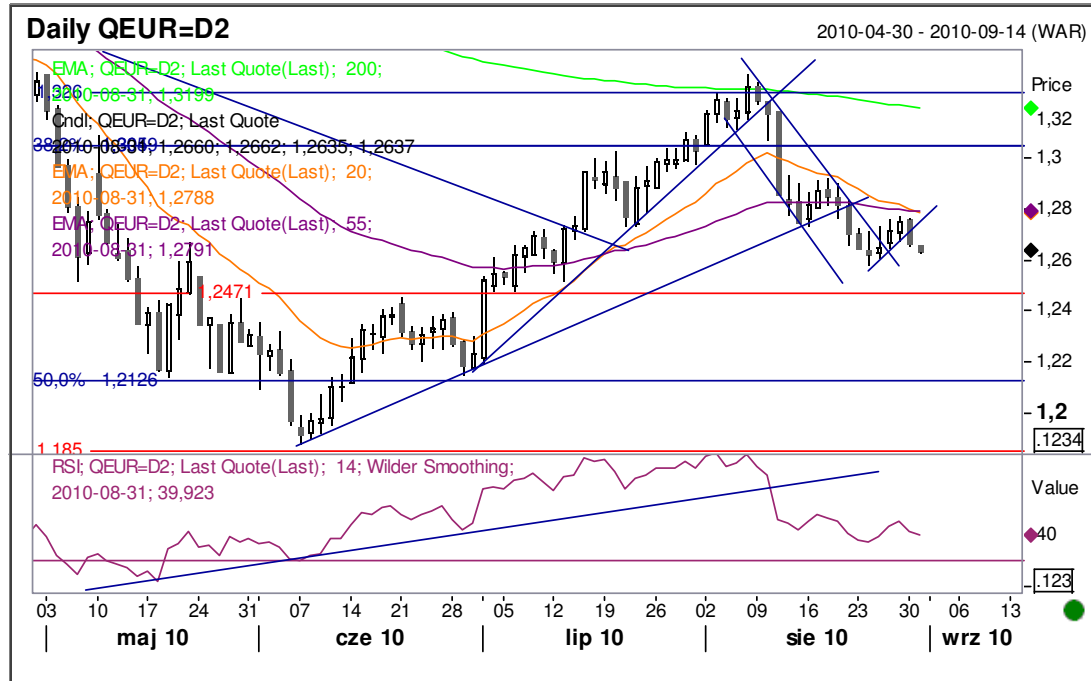
Na płytkim rynku doszło do osłabienia EURUSD w kierunku 1,2640. Dzisiejsze dane o indeksie Case-Shiller raczej nie będą w stanie wstrząsnąć rynkiem, a reakcją na Chicago PMI oraz dane o zaufaniu konsumentów należy rozpatrywać przez pryzmat awersji do ryzyka (która istotnie wzrosła biorąc pod uwagę obniżenie notowań EURJPY z 109,45 do 106). W kolejnych dniach oczekujemy handlu bez wyraźnej tendencji, z ryzykiem osłabienia euro. W dłuższym horyzoncie spodziewamy się umocnienia dolara, jako że większość problemów gospodarki amerykańskiej została już zdyskontowana w kursie (także przez dysparytet stóp procentowych).

Złoty znacznie słabszy. Polska waluta pozostawała wczoraj zakładnikiem awersji do ryzyka i bardzo dużej (ujemnej) korelacji ze zmianami na EURJPY. Sesja rozpoczęła się w okolicach 3,96 po czym obserwowaliśmy nieustanny marsz kursu w górę (dziś rano został osiągnięty poziom 4,00). Nie pomogły ani lepsze dane o PKB, ani zdecydowanie bardziej jastrzębie komentarze członków RPP (m. in. Bratkowski oraz Zielińska-Głębocka, która ujawniła informację, że na poprzednim posiedzeniu był głosowany wniosek o podwyżkę stóp procentowych). Nie oczekujemy dziś istotnych zmian na kursie EURPLN: przedział 3,98-4,02 nie wydaje się zagrożony. Ważne dane makro zostaną opublikowane dopiero jutro (prognoza inflacji MinFin oraz PMI).

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

EURUSD pod kanałem deprecjacyjnym dolara, co może być sygnałem do dalszego umocnienia amerykańskiej waluty. Coraz bliższy wygenerowania sygnały sprzedaży EURUSD jest także układ średnich. W takiej sytuacji najbliższe silniejsze wsparcie to okolice psychologicznego 1,25.

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

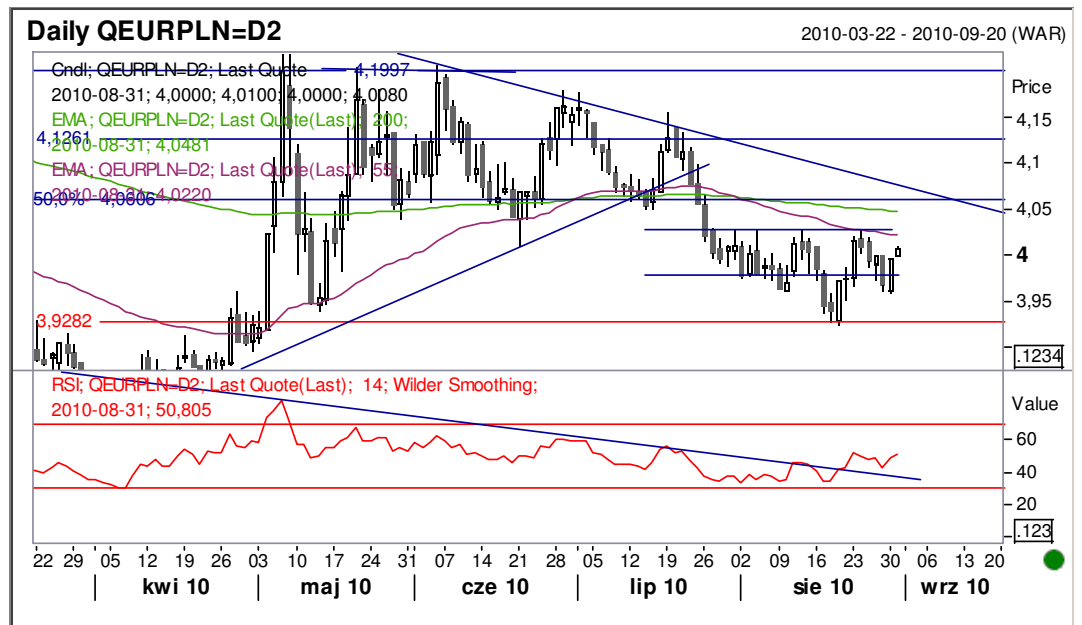


Źródło: Reuter

Krótkoterminowe prognozy, EUR/PLN i USD/PLN

Złoty znów w range'u. Utrzymywanie kursu poniżej średnich ruchomych wskazuje wciąż na potencjał do umocnienia złotego. Z bardziej zdecydowanym ruchem na EURPLN moglibyśmy mieć do czynienia po przebiciu poziomu 3,93. Na razie konsolidacja.

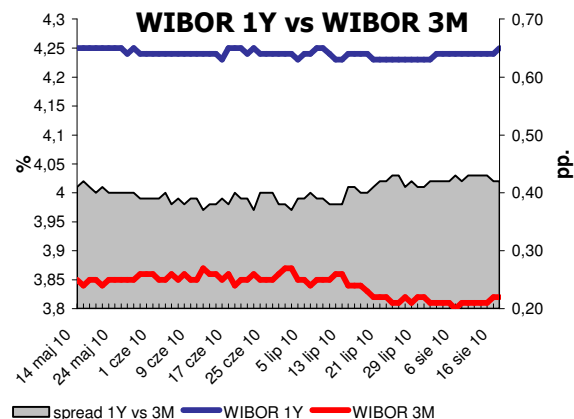
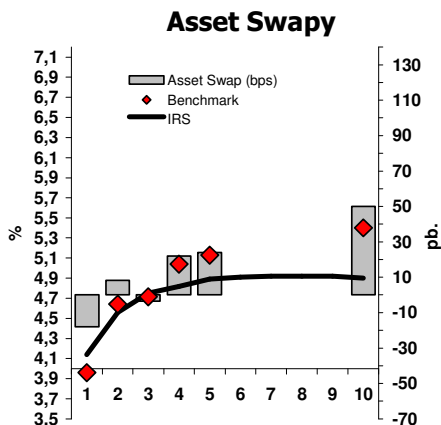
Wsparcie	Opór
3,9500	4,0800
3,9300	4,0600
3,8500	4,0200



Źródło: Reuter

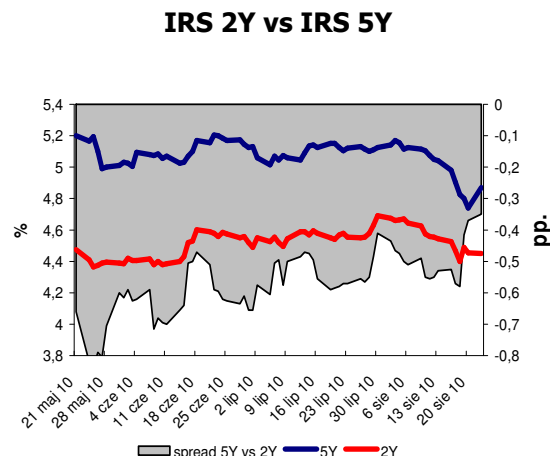
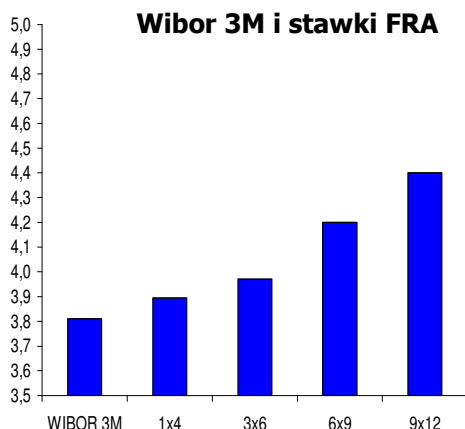
Rynek stopy procentowej, PLN

IRS	BID	ASK
1Y	4,10	4,18
2Y	4,52	4,60
3Y	4,71	4,79
4Y	4,80	4,85
5Y	4,85	4,93
6Y	4,87	4,95
7Y	4,88	4,96
8Y	4,88	4,96
9Y	4,88	4,96
10Y	4,86	4,94



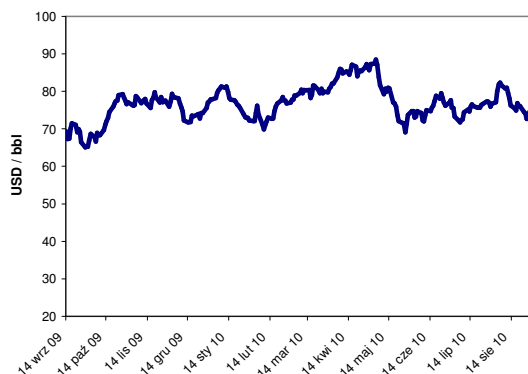
depo	BID	ASK
ON	2,25	2,50
1M	3,15	3,40
3M	3,25	3,50

FRA	BID	ASK
1x2	3,58	3,63
1x4	3,80	3,90
3x6	3,94	3,97
6x9	4,17	4,20
9x12	4,35	4,40

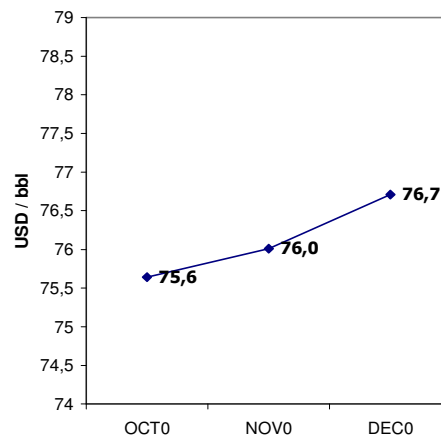


Surowce: ropa naftowa

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.