



ERNEST PYTLARCZYK      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, 26 listopada 2008**

STRON: 6

## Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
POL	10:00	Sprzedaż detaliczna r/r	Październik	<b>7,9%</b>	9,1%	11,6%
POL	13-14	Decyzja RPP	-	<b>5,75%</b>	6,0%	6,0%
USA	14:30	Inflacja bazowa PCE m/m	Październik	-	0,1%	0,2%
USA	14:30	Zamówienia na dobra trwałe m/m	Październik	-	-2,5%	0,8%
USA	15:45	Chicago PMI	Listopad	-	38,0 pkt.	37,8 pkt.
USA	16:00	Zaufanie kons. U. Mich.	Listopad	-	57,9 pkt.	57,9 pkt.
USA	16:00	New home sales	Październik	-	449 tys.	464 tys.

## Makroekonomia

### Dziś posiedzenie RPP. Oczekujemy obniżki stóp o 25pb.

Na dzisiejszym posiedzeniu RPP prawdopodobnie zdecyduje się na obniżkę stóp procentowych o 25pb. Do obniżki może dojść pomimo ciągle dużej aktywności skrzydła jastrzębiego przestrzegającego o konieczności wypełnienia kryterium konwergencji nominalnej (**obstawiamy scenariusz 5:5, gdzie decydujący okaże się głos prezesa**). Zasadniczymi przesłankami do takiego ruchu, oprócz pogarszających się perspektyw dla wzrostu gospodarczego oraz stopniowego obniżania inflacji (wzrosty inflacji netto są obecnie generowane przez ceny kontrolowane), są decyzje innych banków centralnych, w tym ostatnia decyzja banku węgierskiego. Maleje obecnie siła argumentu o kryzysowym wpływie obniżki na kurs złotego (argument ten dominował w dyskusji na ostatnim posiedzeniu RPP). Obniżka stóp na Węgrzech o 50pb i reakcje rynków finansowych to niejako naturalny eksperyment, naszym zdaniem uważnie śledzony przez polską RPP. Ryzyko kryzysu walutowego w regionie wydaje się mniejsze niż kilka tygodni temu (złożyły się na to przede wszystkim działania UE, IMF oraz działania pro-płynnościowe lokalnych banków centralnych). Stąd też reakcją rynków na obniżki stóp nie jest obecnie osłabianie lokalnych walut – wydaje się, że inwestorzy postrzegają obecnie obniżki stóp jako naturalny element równoważenia gospodarek regionu zmierzających w stronę gwałtownego wyhamowania wzrostu. Uważamy, że podobnie jak na Węgrzech obniżka stóp w Polsce nie spowodowałaby dodatkowego osłabienia waluty.

Komunikat po posiedzeniu będzie naszym zdaniem wskazywał na szereg ryzyk dla wzrostu gospodarczego, jak i malejącą presję inflacyjną. **Do kolejnych obniżek może dojść jeszcze na grudniowym posiedzeniu. Do końca przyszłego roku RPP prawdopodobnie sprowadzi stopy w okolice 4,25-4,50%** (zachowując przy tym znaczny dysparytet do stóp w strefie euro, które prawdopodobnie zejść do poziomu 2%).

## Dziś publikacja danych o sprzedaży detalicznej

Dziś o godzinie 10:00 GUS opublikuje dane o sprzedaży detalicznej. **Spodziewamy się odczytu na poziomie 7,9% r/r** (konsensus rynkowy 9,1%, poprzednio 11,6%). Prognoza wsparta jest wskazaniami indeksów koniunktury, które w październiku odnotowały dalsze spadki, oraz efektami statystycznymi: wysoka baza z 2007 roku oraz ujemną różnicą dni roboczych w ujęciu rocznym. Wraz z biuletynem statystycznym opublikowana zostanie także informacja o stopie bezrobocia w październiku – wbrew „typowej” tendencji sezonowej możemy liczyć na lekkie obniżenie stopy rejestrowanego bezrobocia do poziomu 8,8%.

## Nowy plan stymulacji rynku kredytów w USA

Wczoraj ogłoszono nowy program amerykańskiego Departamentu Skarbu (którego część będzie implementowana przez Fed) skierowany na udrożnienie rynku kredytowego. **Środki przeznaczone na ten program mają sięgnąć 800 mld dolarów** (z pierwotnego planu Paulsona zostało jeszcze około 20 mld dolarów + 350 mld dolarów na wydatkowanie których zgodzić musi się Kongres). **Nowa inicjatywa obejmuje dwa zasadnicze działania. 1)** Fed powołał fundusz (TAFL) mający wspierać emisje papierów zabezpieczonych pożyczkami studenckimi, samochodowymi i pożyczkami na kartach kredytowych (do 200 mld dolarów zostanie wykorzystanych na wykup papierów ABS o najwyższym ratingu, tak aby zminimalizować ryzyko poniesienia w przyszłości dodatkowych kosztów przez amerykańskich podatników). Celem jest zwiększenie dostępności kredytowania konsumpcji dla gospodarstw domowych (rząd liczy na szybkie pobudzenie popytu konsumpcyjnego). **2)** Fed ma skupić 100 mld papierów wartościowych powiązanych z rządem agencji Fannie Mae, Freddie Mac i FHLB oraz 500 mld dolarów obligacji opartych o kredyty hipoteczne. **Celem tego programu jest obniżenie oprocentowania nowych kredytów hipotecznych i zwiększenie ich dostępności (skupując już wyemitowane papiery robi na rynku miejsce na nowe emisje). Ożywienie rynku nieruchomości ciągle postrzegane jest jako warunek konieczny do trwałego ożywienia w całej gospodarce oraz powrotu płynności na rynki finansowe.**

Zapowiedziane wczoraj działania wpisują się w alternatywny nurt polityki monetarnej (ze stopami Fed na poziomie 1% Fed i Departament Skarbu chcą obecnie obniżenia stóp w innych sektorach krzywej oraz spreadów kredytowych) i fiskalnej (stymulacja fiskalna kierowana jest tym razem ku sektorowi finansowemu, nierzadko w formie bezpośredniego dokapitalizowania instytucji finansowych).

Na wczorajsze zapowiedzi rynki zareagowały zawężeniem spreadów kredytowych (miedzy papierami opartymi o kredyty hipoteczne i obligacjami rządu USA). Zmniejszenie kosztu kredytowania dla gosp. domowych nie będzie jednak miało prawdopodobnie szybkiego wpływu na ożywienie rynku nieruchomości (spadki cen nieruchomości nie zachęcają do finansowania nowych zakupów. Prawie 25% pożyczek hipotecznych ma obecnie ujemną wartość netto). Zapowiedziane wczoraj działania przyczynią się jednak prawdopodobnie do stopniowego powrotu płynności na amerykański rynek papierów hipotecznych i w konsekwencji szybszego ożywienia gospodarczego.

## USA: zrewidowane dane o PKB i zaufanie konsumentów Conference Board

PKB w III kwartale zmniejszył się o 0,5% SAAR (dane annualizowane z poprawką sezonową) po wzroście równym 2,8% w II kwartale. Dane okazały się zgodnie z oczekiwaniami, jednak negatywnym zaskoczeniem była kompozycja krajowego produktu: konsumpcja spadła aż o

3,7% (w tym dóbr trwałych o 15,2%) a inwestycje zmniejszyły się o 5,6% (w tym mieszkaniowe spadły o 17,6% - w dalszym ciągu ten rynek nie wykazuje oznak stabilizacji). Eksport netto zanotował kontrybucję równą 1,07 pp. (niższą niż w rekordowym poprzednim kwartale, kiedy sięgnęła ona 2,93 pp.) a zmiana zapasów 0,89 pp. (po -1,5 pp. w poprzednim kwartale). **Sprzedaż wyrobów finalnych do krajowych odbiorców zmniejszyła się o 2,3% (najgorszy wynik od wielu lat).**

Kompozycja PKB wskazuje wyraźnie, że wydatki ograniczane są na wszystkich frontach. **Bazując na indeksach koniunktury można jednak stwierdzić, że dno cyklu koniunkturalnego nie zostało jeszcze osiągnięte.** Konsumenci w dalszym ciągu ograniczają wydatki (dalszy spadek indeksu bieżącego zaufania konsumentów Conference Board) i sytuacja nie ulegnie w najbliższym czasie poprawie (oczekiwania wciąż na bardzo niskich poziomach). Spadki cen paliw na stacjach benzynowych pomagają w ograniczaniu oczekiwań inflacyjnych, jednak uwolnione w ten sposób fundusze nie są wystarczające do zrównoważenia negatywnego efektu majątkowego płynącego z rosnącej stopy bezrobocia i spadku realnych dochodów. Z uwagi na spadki popytu konsumpcyjnego oraz problemy z finansowaniem można się spodziewać dalszego ograniczenia działalności inwestycyjnej przedsiębiorstw; spowolnienie gospodarki światowej pozwala także oczekiwać gorszych wyników eksportu netto a wyraźne zahamowanie aktywności krajowej sfery realnej - odwrócenia dodatniej kontrybucji zmian zapasów.

### Posiedzenie RPP, 26. listopada

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

\* OIS – Overnight Index Swap

### Ceny terminowe ropy Brent (baryłka, US\$)

Kontrakt	Ask	Zmiana
<b>JAN9</b>	<b>5052</b>	<b>17</b>
<b>FEB9</b>	<b>5219</b>	<b>-14</b>
<b>MAR9</b>	<b>5439</b>	<b>37</b>

Data: 2008-11-26

Godzina: 8:58:39

## Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,8824	3,0762

EUR/USD 1,2975 EUR/JPY 123,25 EUR/PLN 3,8050 USD/PLN 2,9330

Podczas sesji europejskiej i amerykańskiej trzeci już dzień wyprzedaży dolara (w konsekwencji historycznie największy, trzydniowy wzrost kursu EUR/USD), który po ogłoszeniu najnowszego pakietu pomocowego dla gospodarki amerykańskiej (800 mld USD – czytaj także w sekcji makroekonomicznej) chwilowo przestał być uznawany za walutę safe haven. Euforia nie trwała jednak długo i sceptycyzm co do efektów programu pojawił się już podczas sesji azjatyckiej, co poskutkowało umocnieniem dolara. Dziś cała seria danych z gospodarki amerykańskiej (inflacja PCE, zamówienia na dobra trwałe, Chicago PMI, zaufanie konsumentów U. Mich oraz sprzedaż nowych domów) – dane potwierdzą słabą kondycję amerykańskiej gospodarki (a tym samym gospodarki światowej...), co przy obecnej specyfice rynku może skutkować umocnieniem dolara.

Złoty silniejszy w czasie wczorajszej sesji. Duży wpływ miały tu jednak zmiany EUR/USD i osłabienie dolara do poziomu 1,30 wobec euro. Dziś złoty nieco słabszy na otwarciu. Ewentualna obniżka stóp przez RPP nie powinna przynieść znacznego osłonięcia polskiej waluty.

### Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Realizacja zysków, możliwy test poziomu wsparcia 1,2900;  
konsolidacja przed ponowną próbą przełamania oporu 1,3040/70.  
Silny poziom wsparcia ok. 1,2830..

wsparcie	Opór
1,2900	1,3155
1,2830	1,3070
1,2770	1,3000



Źródło: Reuter

## Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Kontynuacja trendu, ponowny test poziomu wsparcia 3,78/3,7765; przełamanie otwiera drogę na 3,75/74. Silny poziom oporu ok. 3,8345..

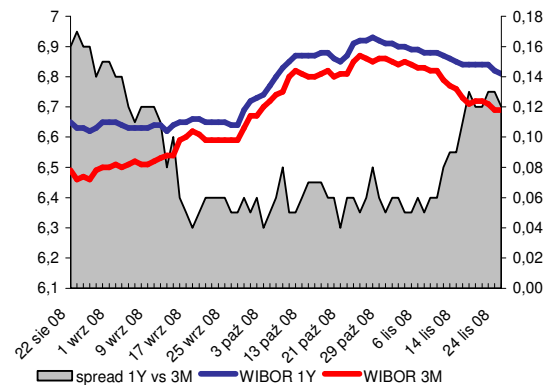
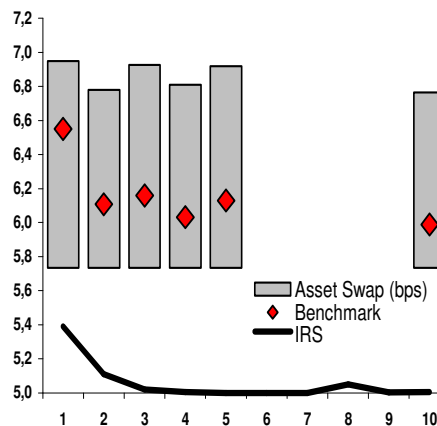
Wsparcie	opór
3,7950	3,8480
3,7765	3,8345
3,7500	3,8205



Źródło: Reuters

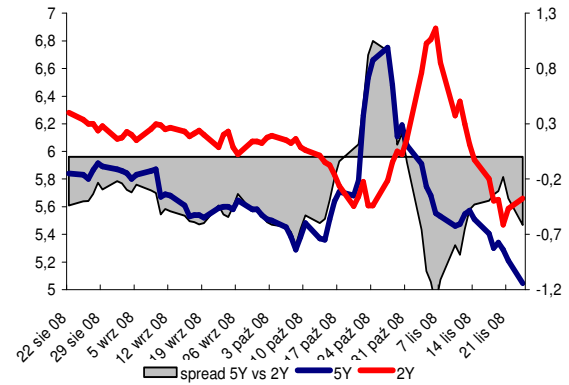
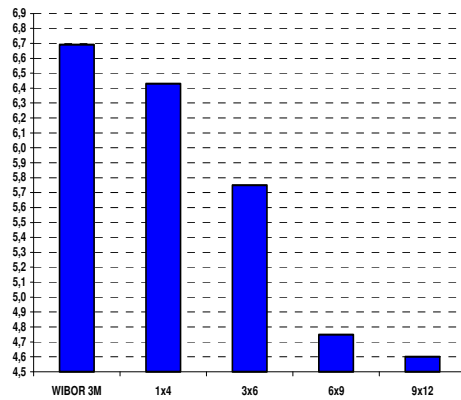
## Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	5,37	5,41
2Y	4,96	5,26
3Y	4,98	5,06
4Y	4,96	5,05
5Y	4,96	5,04
6Y	4,96	5,04
7Y	4,96	5,04
8Y	5,00	5,10
9Y	4,95	5,05
10Y	4,96	5,06



depo	BID	ASK
ON	4,38	4,88
1M	6,15	6,35
3M	6,50	6,70

FRA	BID	ASK
1x2	6,40	6,45
1x4	6,38	6,43
3x6	5,70	5,75
6x9	4,70	4,75
9x12	4,55	4,60



## 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. JAKAKOLWIEK ODPOWIEDZIALNOŚĆ BRE BANKU SA, J EGO 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.